

CEF ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO

N° 102



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Presiones inflacionarias en
Estados Unidos y repercusiones
globales



ECONOMÍA NACIONAL

IFP 1T26: Deterioro fiscal y
reestimación de la deuda
pública



MERCADO DE CAPITALES

Menor volatilidad, mejores
perspectivas



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Crédito tributario al empleo:
Evidencia internacional y
lecciones para Chile



TEMA DE ANÁLISIS

Desafíos en la implementación
de la reforma de pensiones



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

JUNIO

BOOK REVIEW

“El triunfo del dinero. Cómo
las finanzas mueven el
mundo”



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Presiones Inflacionarias en Estados Unidos y
Repercusiones Globales



junio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. La evolución reciente de la inflación en Estados Unidos ha adquirido especial relevancia debido a sus implicancias sobre la política monetaria de la Reserva Federal y las condiciones financieras globales. El aumento de los precios de la energía asociado al conflicto en Medio Oriente ha generado nuevas presiones inflacionarias, afectando las expectativas de mercado respecto del inicio y magnitud de futuros recortes de tasas de interés.

Evidencia reciente

- La inflación anual de Estados Unidos alcanzó 3,8 % en abril de 2026.
- El componente energético explicó gran parte de la aceleración inflacionaria reciente.
- Los precios de los combustibles registraron aumentos significativamente superiores al IPC.
- Las tasas de los bonos del Tesoro aumentaron tras la publicación del dato inflacionario.
- El mercado ha postergado las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED.

Implicancias globales

- Las tasas reales en Estados Unidos mostraron incrementos en distintos plazos.
- Los futuros del petróleo continúan reflejando expectativas de precios elevados.
- Un entorno de tasas altas fortalece la atracción relativa de activos en dólares.
- Las economías emergentes enfrentan mayores costos de financiamiento externo.
- El crecimiento global podría verse afectado por condiciones monetarias más restrictivas.

Conclusión. La información reciente sugiere que las presiones inflacionarias en Estados Unidos continúan condicionando las expectativas sobre la política monetaria de la Reserva Federal. Aunque el aumento de la inflación parece concentrarse en energía más que en componentes subyacentes, el escenario apunta a una normalización monetaria más gradual, con efectos potencialmente relevantes sobre financiamiento, flujos de capital y crecimiento en economías emergentes.

Presiones Inflacionarias en Estados Unidos y Repercusiones Globales

Los datos de inflación de Estados Unidos son especialmente relevantes para la economía mundial debido al papel central que desempeña el país tanto en la actividad económica global como en los mercados financieros internacionales. Por una parte, la evolución de la economía estadounidense influye sobre la demanda mundial de bienes y servicios, dada su condición de principal economía del mundo. Por otra, las cifras de inflación condicionan las expectativas de los inversionistas respecto de la trayectoria futura de la política monetaria de la Reserva Federal, afectando los precios de los activos financieros, las tasas de interés, los flujos de capital y los tipos de cambio a nivel global.

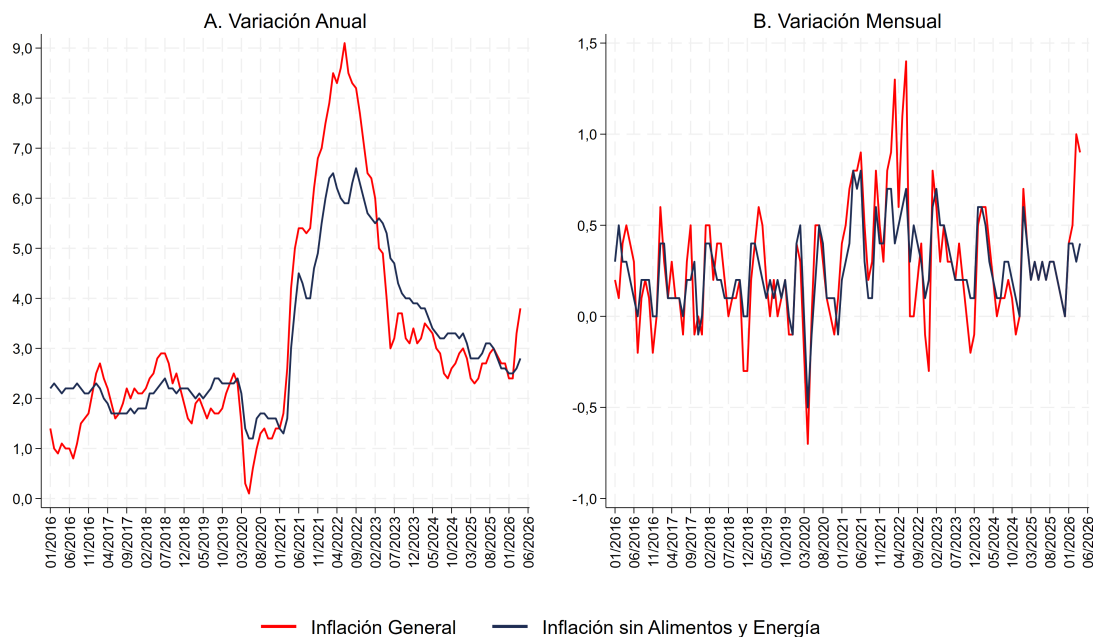
En este contexto, el dato de inflación de abril adquiere una relevancia particular. Más allá de reflejar las presiones de corto plazo derivadas del reciente aumento en los precios de la energía, la cifra entrega señales sobre la persistencia de las presiones inflacionarias en Estados Unidos y sobre el margen que tendrá la Reserva Federal para continuar con un eventual proceso de flexibilización monetaria. Dado el rol que desempeña la política monetaria estadounidense en el sistema financiero internacional, cualquier cambio en estas expectativas tiene implicancias que trascienden las fronteras de Estados Unidos y afectan a economías emergentes.

El dato inflacionario de abril en EE.UU.

El 12 de mayo se publicó el dato de inflación de Estados Unidos correspondiente al mes de abril. La cifra resultó particularmente elevada, tanto en términos anuales como mensuales. En específico, la variación anual acumulada alcanzó un 3,8 %, mientras que la inflación mensual registró un aumento de 0,9 % respecto de marzo¹. Como se observa en ambos paneles del Gráfico N°1, el dato correspondiente a abril muestra un incremento significativo en la variación de precios, evidenciando una aceleración de la inflación respecto de los meses previos.

¹El dato de marzo de la variación mensual fue 0,1 pp más elevado, registrando un 1 % respecto a febrero de 2026.

Gráfico N°1: Variación Anual y Mensual de la Inflación en EE.UU.



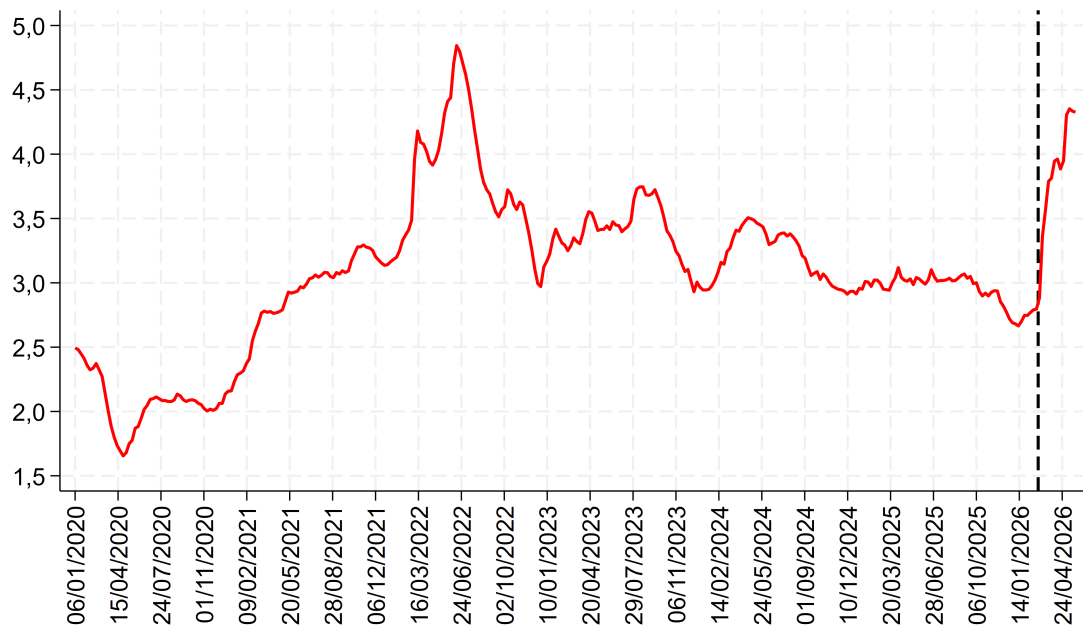
Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics. Elaboración CEF

A su vez, el gráfico anterior muestra la inflación general, representada por la línea roja, y la inflación subyacente o sin componentes volátiles, representada por la línea azul. En el caso de Estados Unidos, esta última excluye los precios de alimentos y energía. Como se observa, el aumento de la inflación subyacente ha sido sustancialmente menor al de la inflación general. En particular, la inflación subyacente acumuló una variación anual de 2,8 %, es decir, 1 punto porcentual menos que la inflación total.

Lo anterior sugiere que el incremento de la inflación general estuvo impulsado principalmente por el componente energético. En efecto, los precios de la energía registraron una variación anual de 17,9 % en abril, muy por encima de la inflación total. En contraste, los precios de los alimentos aumentaron 3,6 % en doce meses, una cifra incluso inferior a la inflación general. Esto indica que el principal factor detrás de la aceleración inflacionaria observada en abril fue el fuerte aumento de los precios de la energía. Al interior de este componente, los combustibles fueron la categoría que más contribuyó al alza de precios, registrando una variación anual de 28,4 %. Le siguieron la electricidad y el gas natural, con incrementos de 6,1 % y 3,0 %, respectivamente.

La situación de los precios de la gasolina se deriva del conflicto en Medio Oriente, siendo evidente el aumento registrado desde el inicio de las tensiones en la región, tal como se observa en el Gráfico N°2. En particular, entre la semana de inicio del conflicto y la última semana de abril, los precios acumularon una variación de 31,7 %. Como también muestra el gráfico, la última alza de magnitud similar se observó en 2022, año en que los precios del petróleo aumentaron significativamente tras el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania.

Gráfico N°2: Precios de Gasolina Convencional (USD por galón)



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis. Elaboración CEF

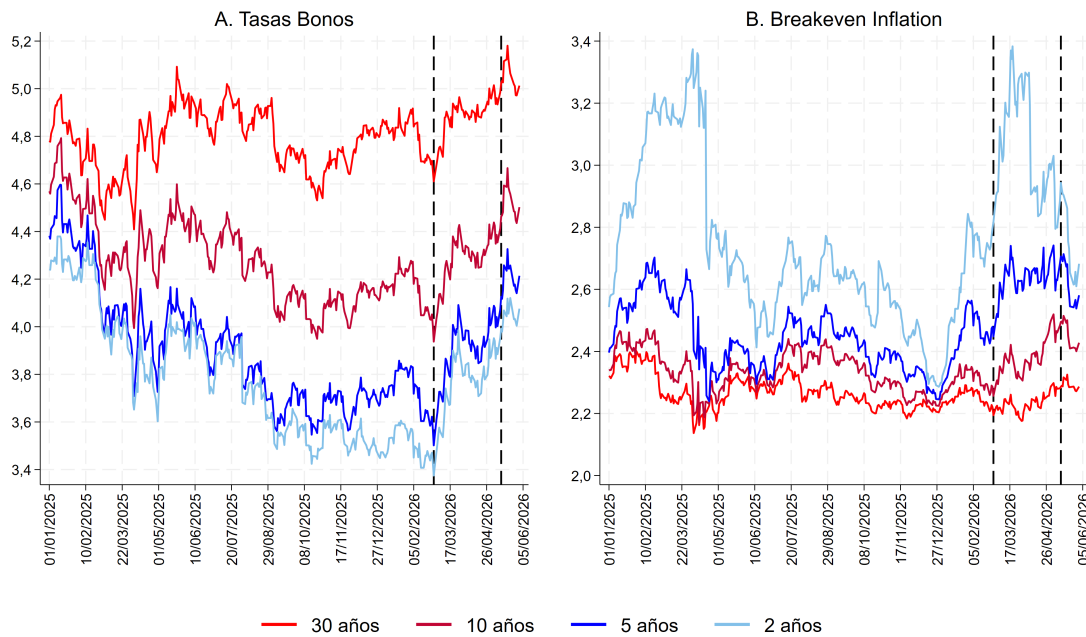
Los datos inflacionarios recientes, tanto el correspondiente a abril como el de marzo (3,3%), alejan a la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) de su meta de inflación de 2%, medida a través de la variación anual acumulada de los precios. En este contexto, las mayores presiones inflacionarias observadas en los últimos meses, junto con la incertidumbre asociada al conflicto en Medio Oriente, han llevado al mercado a ajustar sus expectativas respecto de la trayectoria futura de la política monetaria. En particular, los inversionistas han reducido las expectativas de recortes en la tasa de interés de la FED, al tiempo que se han producido ajustes en los rendimientos de los bonos soberanos de Estados Unidos.

La reacción del mercado al dato inflacionario

El Gráfico N°3 muestra, en el panel A, las tasas de interés exigidas por el mercado para los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 2, 5, 10 y 30 años. Por su parte, el panel B presenta la inflación implícita (*Breakeven Inflation*²) para esos mismos plazos. En ambos paneles se incluyen dos líneas verticales punteadas. La primera corresponde al inicio del conflicto en Medio Oriente, mientras que la segunda corresponde a la publicación del dato de inflación del 12 de mayo.

²La *breakeven inflation* corresponde a la diferencia entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado a la inflación de igual plazo. Si bien esta medida incorpora primas por riesgo de inflación y liquidez, es comúnmente utilizada como un indicador de las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros.

Gráfico N°3: Tasas de Bonos Soberanos y *Breakeven Inflation* en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Elaboración CEF

Como se observa, tras la publicación del dato inflacionario, las tasas nominales exigidas por el mercado aumentaron en todos los plazos, alcanzando un máximo el 22 de mayo. Entre el 12 y el 22 de mayo, los mayores incrementos se registraron en los bonos a 2 y 5 años, cuyas tasas aumentaron 0,13 puntos porcentuales en ambos casos. Por su parte, las tasas a 10 y 30 años registraron aumentos de 0,09 y 0,04 puntos porcentuales, respectivamente.

A su vez, la inflación implícita esperada por el mercado para esos mismos plazos experimentó movimientos en la dirección opuesta, registrando caídas significativas. En particular, los mayores ajustes se observaron en los tramos cortos de la curva, con disminuciones de 0,29 y 0,16 puntos porcentuales para los horizontes de 2 y 5 años, respectivamente. En los tramos más largos, las expectativas de inflación a 10 y 30 años disminuyeron 0,09 y 0,001 puntos porcentuales, respectivamente. En consecuencia, el aumento de las tasas nominales junto con la caída de las expectativas de inflación implícita se tradujo en un incremento relevante de las tasas reales exigidas por el mercado.

En otras palabras, la reacción del mercado al dato de inflación de abril indica que el alza de las tasas no implicó una revisión al alza de las expectativas inflacionarias de largo plazo, sino un ajuste en las expectativas sobre la trayectoria futura de la política monetaria de la Reserva Federal. Es decir, el mercado interpretó el dato no como evidencia de una inflación persistentemente más alta, sino como un factor que postergaría y moderaría el ciclo de recortes de tasas que los inversionistas venían anticipando.

Lo que espera el mercado respecto a la política monetaria en EE.UU.

La interpretación anterior es consistente con la evolución de las expectativas implícitas en los mercados sobre la tasa de política monetaria de la Reserva Federal. La Tabla N°1 presenta, para distintos horizontes, la trayectoria proyectada por el mercado a partir de cuatro encuestas sucesivas de la Reserva Federal de Nueva York —diciembre de 2025, enero, marzo y abril de 2026—, permitiendo observar cómo han cambiado dichas expectativas en el tiempo³.

Tabla N°1: Proyección de Mercado para la Tasa de Política Monetaria de la FED

Meeting / Horizonte	Dic-25	Ene-2026	Mar-2026	Abr-2026
<i>FOMC Meetings 2025-2026</i>				
Dic. 9-10 2025	3,63 %	—	—	—
Ene. 27-28 2026	3,63 %	3,63 %	—	—
Mar. 17-18 2026	3,38 %	3,63 %	3,63 %	—
Abr. 28-29 2026	3,38 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %
Jun. 16-17 2026	3,38 %	3,38 %	3,63 %	3,63 %
Jul. 28-29 2026	3,38 %	3,38 %	3,38 %	3,63 %
Sep. 15-16 2026	3,13 %	3,13 %	3,38 %	3,50 %
Oct. 27-28 2026	—	3,13 %	3,13 %	3,38 %
Dic. 8-9 2026	—	—	3,13 %	3,38 %

Fuente: Federal Reserve Bank of New York. Elaboración CEF

Como se observa, las expectativas del mercado han ido revisándose sistemáticamente al alza encuesta tras encuesta. Considerando que la tasa efectiva⁴ actual se ubica en 3,62 %, las proyecciones para las reuniones de la primera mitad de 2026 subieron desde 3,38 % en diciembre de 2025 hasta 3,63 % en abril de 2026, lo que equivale a la eliminación de prácticamente un recorte completo del horizonte cercano. Para las reuniones del segundo semestre, el ajuste es igualmente visible en cuanto lo esperado para la reunión de septiembre pasó de 3,13 % a 3,50 %. Aunque el mercado sigue anticipando una reducción de alrededor de 24 puntos base respecto del nivel actual hacia fines de 2026, ha postergado consistentemente el inicio del ciclo de recortes en la tasa, reflejando la persistencia de las presiones inflacionarias y la incertidumbre sobre su duración.

³Último dato disponible corresponde al de abril.

⁴La tasa efectiva de fondos federales (EFFR) es calculada por la Reserva Federal de Nueva York como una mediana ponderada por volumen de las transacciones overnight observadas en el mercado de fondos federales. Esta medida puede diferir del rango objetivo establecido por el FOMC. En particular, mientras el límite superior del rango objetivo se ubica en 3,75 %, la EFFR alcanza aproximadamente 3,62 %.

Últimos movimientos al alza

Los movimientos observados tras conocerse el dato de inflación contrastan con la tendencia más reciente de las tasas nominales y de la inflación implícita. Como se aprecia en las colas del Gráfico N°3, ambas variables han mostrado una trayectoria al alza durante las últimas semanas. En otras palabras, el mercado está exigiendo mayores retornos para los bonos del Tesoro al mismo tiempo que ha aumentado sus expectativas de inflación para esos mismos horizontes.

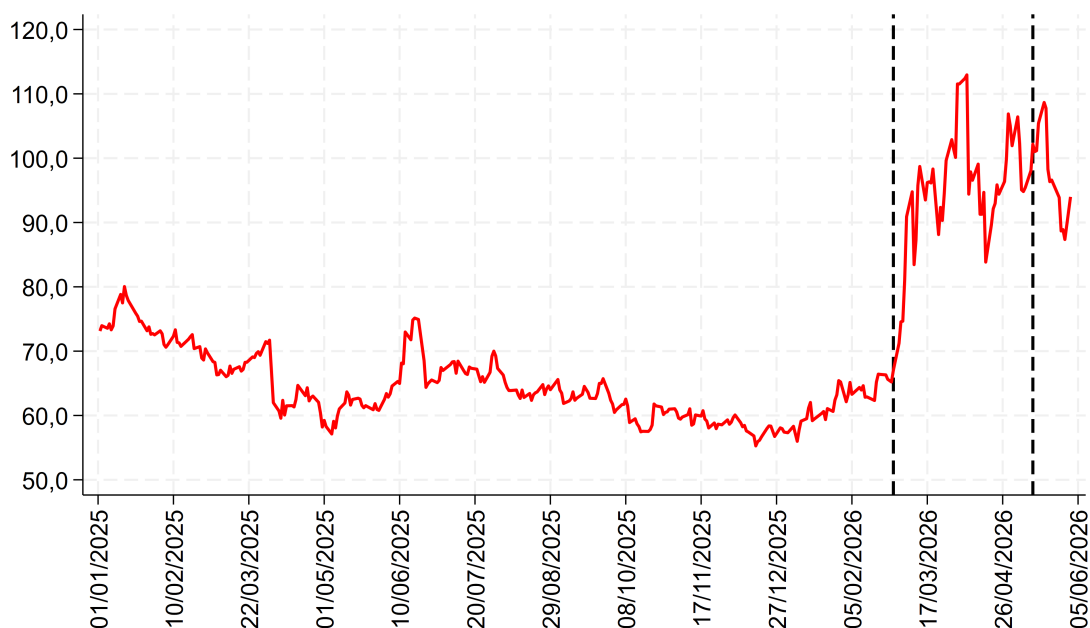
En una situación normal de incertidumbre, como la generada por las tensiones en Medio Oriente, activos refugio como los bonos del Tesoro o el oro tienden a aumentar su precio, manteniendo todo lo demás constante. En el caso de los bonos del Tesoro, esto normalmente se traduce en menores tasas de interés. Sin embargo, también opera el canal de las expectativas inflacionarias. Si el mercado anticipa una mayor inflación futura, las tasas nominales deberían aumentar para compensar dicha pérdida esperada en retornos reales⁵.

De esta forma, durante las últimas semanas el canal de “refugio” y el inflacionario se han movido en direcciones opuestas. Por un lado, la mayor incertidumbre geopolítica ha ejercido presión a la baja sobre las tasas de interés. Por otro, el aumento de las expectativas de inflación, reflejado en el alza de la inflación implícita a 2 y 5 años observada en el panel B del Gráfico N°3, ha presionado las tasas al alza. Dado que las tasas nominales han aumentado, la evidencia sugiere que el efecto asociado a las expectativas inflacionarias ha predominado sobre el efecto refugio derivado de la incertidumbre.

Lo anterior es consistente con lo observado en el Gráfico N°4 para los precios de los futuros del petróleo. A diferencia del precio *spot*, los contratos de futuros incorporan expectativas sobre la evolución futura de la oferta y la demanda, las perspectivas de crecimiento económico y los riesgos asociados al mercado energético. Si bien durante mayo se observó una corrección parcial a la baja, la última parte de la serie muestra un nuevo incremento en los precios de los futuros. Esto sugiere que el mercado continúa anticipando mayores precios del petróleo hacia adelante, escenario coherente con un aumento de las expectativas inflacionarias y con mayores rendimientos exigidos para los bonos del Tesoro.

⁵En cuanto a $r \approx i - \pi$, esta relación se deriva de la ecuación de Fisher: $1 + r = \frac{1+i}{1+\pi}$. Cuando las tasas de interés y de inflación son relativamente bajas —como suele ocurrir en condiciones normales—, la diferencia entre esta expresión exacta y la aproximación $r \approx i - \pi$ es mínima.

Gráfico N°4: Precios de Futuros del Petróleo (USD/barril)



Fuente: Bloomberg. Elaboración CEF

Es probable que, ante la falta de acuerdos entre Estados Unidos, Irán e Israel, el mercado esté asignando una mayor probabilidad a que el shock sobre los precios del petróleo sea más permanente. A medida que se retrasa una solución al conflicto, disminuye la percepción de que el aumento de los precios de la energía es un fenómeno transitorio y aumenta la probabilidad de que sus efectos persistan por un período más prolongado.

En este contexto, la pregunta que surge no es únicamente cuándo comenzará la Reserva Federal a recortar tasas, sino si la trayectoria de recortes proyectada en la Tabla N°1 podrá sostenerse ante una inflación que, impulsada por precios de energía —particularmente en combustibles—, muestra señales de prolongarse.

Implicancias para economías emergentes

Presiones sobre monedas emergentes

Un entorno de tasas altas en Estados Unidos presiona las monedas de economías emergentes. La lógica es que los bonos del Tesoro se vuelven más atractivos en términos relativos; esto induce salida de capitales desde economías emergentes hacia activos denominados en dólares. El movimiento anterior —todo lo demás constante— tiende a depreciar la moneda local.

A su vez, esto implica un encarecimiento de las importaciones y parte de la depreciación se traspasa a la inflación local. Esto complica la política monetaria en países emergentes que ya enfrentan inflaciones elevadas, como por ejemplo Argentina o Turquía. Por otro lado, para países con alto endeudamiento externo, una moneda más débil implica directamente mayores pagos

en términos de moneda local, agravando la carga de la deuda soberana. Sin embargo, el sector exportador se beneficia de una mayor competitividad cambiaria.

Encarecimiento del crédito

Las tasas de los bonos del Tesoro funcionan en la práctica como el *benchmark* del costo del crédito a nivel global, como una tasa de interés mundial. Cuando ese *benchmark* sube, el financiamiento para economías emergentes tiende a encarecerse. Esto implica que el servicio de la deuda absorbe una fracción mayor del presupuesto público, dejando menos espacio para inversión y gasto. Esto es particularmente relevante dado que, en los últimos años, los déficits fiscales a nivel mundial, tanto para economías avanzadas como emergentes, han ido al alza, situación que se ha traducido en un aumento de la deuda a nivel global⁶.

A su vez, tasas de interés más altas elevan el costo de capital de cualquier proyecto. En economías emergentes, donde la inversión es altamente necesaria y más rentable desde el punto de vista teórico que en economías avanzadas, este efecto puede traducirse en una desaceleración que va más allá del corto plazo.

Crecimiento mundial y efectos colaterales

Lo señalado en este informe combina dos factores que, de forma independiente, impactan el crecimiento global. Por un lado, la inflación derivada del conflicto en Medio Oriente y una política monetaria estadounidense que probablemente se mantendrá restrictiva por más tiempo. La combinación de ambos genera un entorno menos favorable para la actividad económica mundial, con implicancias directas para economías pequeñas y abiertas cuyo desempeño depende en buena medida de la demanda externa de las grandes economías.

En suma, el escenario que plantea el conflicto en Medio Oriente y su transmisión a través de la política monetaria estadounidense representa un desafío real para el mundo emergente, cuyas economías en muchos casos disponen de menor espacio fiscal y monetario para absorber estos shocks.

⁶Ver [IMF Annual Report 2025: Rising Debt Levels and Fiscal Adjustments](#).

ECONOMÍA NACIONAL

IFP 1T26: deterioro fiscal y reestimación de la
deuda pública



junio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre de 2026 incorporó una revisión relevante de las perspectivas fiscales de mediano plazo. El informe corrigió supuestos de ingresos, reconoció presiones de gasto previamente no incorporadas y reestimó la trayectoria de la deuda pública, configurando un escenario fiscal más exigente que el contemplado en informes anteriores.

Hallazgos principales

- El IFP identificó inconsistencias entre déficits proyectados y deuda estimada.
- Los déficits acumulados 2026–2030 aumentaron significativamente respecto de estimaciones previas.
- La deuda pública superaría el umbral de 45 % del PIB antes de 2030.
- La recaudación esperada por cumplimiento tributario fue corregida a la baja.
- Los ingresos tributarios proyectados muestran una trayectoria menos dinámica.

Implicancias fiscales

- Se reconocieron mayores compromisos de gasto previamente omitidos.
- El pago de intereses aumentaría conforme avance la trayectoria de deuda.
- Menores holguras fiscales reducen capacidad de respuesta ante shocks futuros.
- Un mayor endeudamiento podría elevar gradualmente costos de financiamiento.
- La credibilidad de las proyecciones fiscales adquiere mayor relevancia institucional.

Conclusión. El IFP 1T26 sugiere un escenario fiscal más estrecho que el considerado previamente, producto de una combinación de menores ingresos esperados, mayores presiones de gasto y una trayectoria de deuda más elevada. Si bien las proyecciones fiscales están sujetas a incertidumbre, la revisión reciente apunta hacia supuestos más prudentes y refuerza la importancia de mantener consistencia entre metas fiscales, necesidades de financiamiento y sostenibilidad de la deuda pública.

IFP 1T26: deterioro fiscal y reestimación de la deuda pública

El 25 de mayo se publicó el Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre de 2026 (IFP 1T26). El hallazgo más relevante —y el que ha concentrado la atención pública— es la detección de una inconsistencia significativa en las proyecciones de deuda bruta del Gobierno Central publicadas en el IFP del cuarto trimestre de 2025. En particular, mientras los déficits acumulados para el período 2026–2030 se profundizaron en \$13.500 miles de millones respecto del informe anterior (IFP 3T25), el ratio del stock de deuda bruta a PIB hacia 2030 solo lo hizo en 0,8 pp (43,4 % vs 42,7 %)¹.

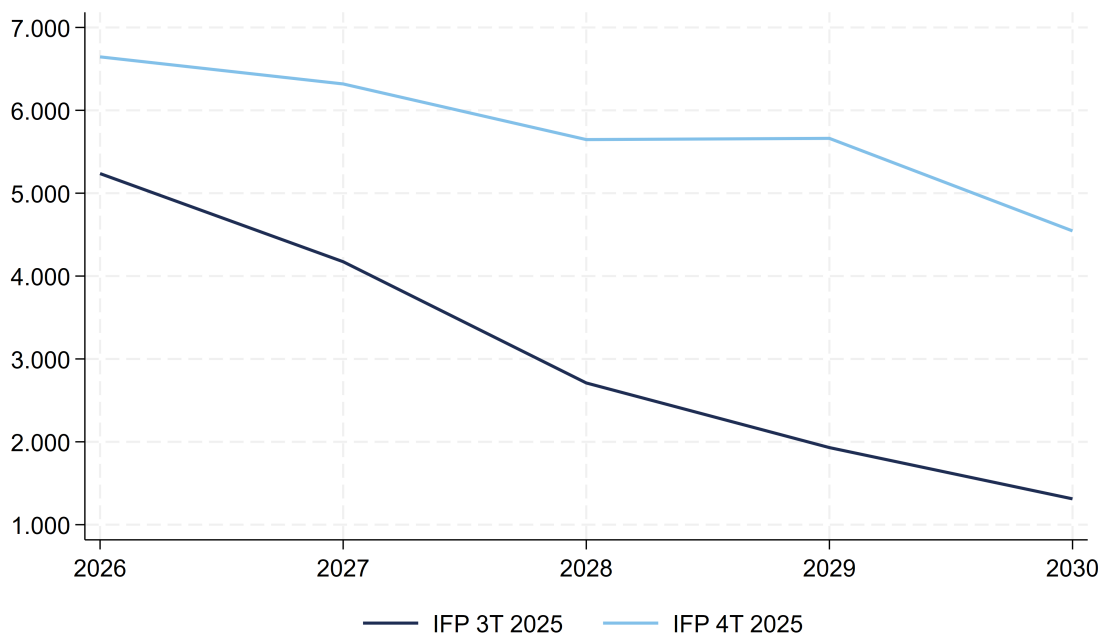
El informe también contiene otros elementos que merecen igual atención. Entre ellos destacan la corrección a la baja en la recaudación esperada por la Ley de Cumplimiento Tributario, el reconocimiento de presiones de gasto previamente omitidas y una trayectoria de deuda que superaría el umbral prudente de 45 % del PIB antes de 2030.

El principal hallazgo del Informe de Finanzas Públicas del Primer Trimestre 2026

Una de las principales novedades del Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre 2026, corresponde a la descripción de inconsistencias en los supuestos utilizados en la proyección de la deuda bruta del Gobierno Central para el período 2026-2030. En particular, el informe da cuenta de cómo la situación fiscal se deteriora entre el IFP 3T25 y el IFP 4T25. En específico, este último proyecta una situación fiscal más deteriorada, con déficits fiscales efectivos sustancialmente más altos que el IFP 3T25, brecha que se expande continuamente hasta 2029, solo para empezar a disminuir en 2030, tal como se observa en el siguiente gráfico:

¹El IFP 1T26 señala que el stock de deuda aumenta en \$3,9 billones hacia 2030, lo que podría parecer inconsistente con los mayores déficits proyectados en el IFP 4T25 respecto del IFP 3T25. Sin embargo, la proyección a cuatro años incorpora una serie de supuestos macroeconómicos y financieros que impiden concluir que exista necesariamente una inconsistencia. Además, la cifra de \$3,9 billones no es directamente replicable a partir de los datos publicados en el IFP 1T26. Por ejemplo, utilizando la información disponible se obtiene un aumento cercano a \$3,7 billones. Alcanzar la cifra reportada requiere realizar supuestos y estimaciones adicionales, incluyendo variables que no se publican explícitamente, como el PIB nominal utilizado para proyectar la razón deuda/PIB. Asimismo, es posible que la estimación incorpore antecedentes o proyecciones internas disponibles para Hacienda que no forman parte de la información publicada en el IFP.

Gráfico N°1: Déficit efectivo – IFP 3T25 e IFP 4T25 (miles de millones de pesos de 2026)



Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Entre ambos IFP de 2025, la brecha señalada se puede calcular como la resta entre lo proyectado en cada año para 2026–2030 en cada informe, situación que se puede observar en el gráfico anterior en la diferencia anual entre cada línea. Sumando aquellos deltas para cada año, el acumulado de la brecha entre 2026–2030 para el déficit efectivo corresponde a \$13.500 miles de millones de pesos, número que es el señalado en el IFP 1T26.

La inconsistencia que identifica el IFP 1T26 radica en la relación entre estos mayores déficits y la proyección de deuda. Si entre ambos informes los déficits efectivos acumulados se profundizan en \$13.500 miles de millones, la deuda proyectada debería aumentar en una magnitud consistente con esas mayores necesidades de financiamiento de acuerdo con el informe. Sin embargo, de acuerdo con las estimaciones que hace la DIPRES, el stock de deuda bruta proyectado hacia 2030 solo aumentó en \$3.900 miles de millones entre el IFP 3T25 y el IFP 4T25. Es decir, hay una brecha de aproximadamente \$9.600 miles de millones que no se tradujo en mayor deuda. En otras palabras, el IFP 1T26 advierte que la metodología de proyección de deuda utilizada en el IFP 4T25 no reflejó de manera coherente el deterioro fiscal contenido en sus propios supuestos.

Como muestra la Tabla N°1, la diferencia en el stock de deuda entre ambos informes —expresada como porcentaje del PIB— fue incluso negativa en 2027 y 2028 (-0,6 y -0,2 pp respectivamente), es decir, el IFP 4T25 proyectaba menos deuda que el IFP 3T25 en esos años, a pesar de proyectar déficits sustancialmente mayores. Recién en 2029 la diferencia se vuelve positiva, alcanzando solo 0,8 pp del PIB hacia 2030, magnitud que, de acuerdo al IFP 1T26, no guarda proporción con los \$13.500 miles de millones de mayores déficits acumulados entre ambos informes.

Tabla N°1: Diferencia en la proyección de stock de deuda bruta entre IFP 4T25 e IFP 3T25

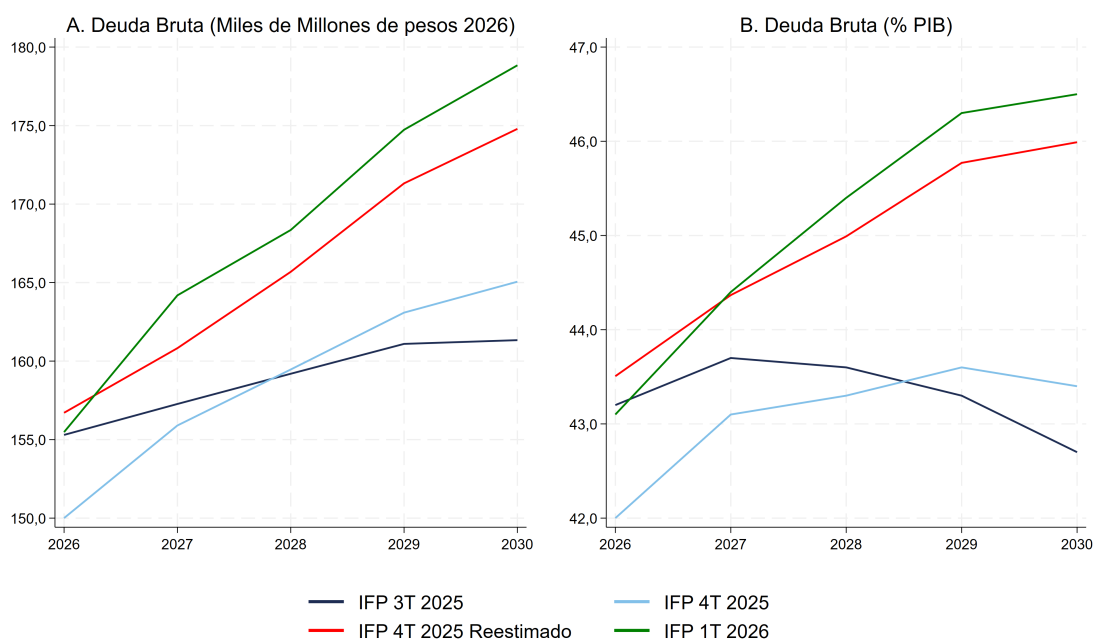
(% del PIB estimado)	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda Bruta IFP 4T25	42,0	43,1	43,3	43,6	43,4
Diferencia con IFP 3T25	-1,2	-0,6	-0,2	0,2	0,8

Nota: Diferencia de 2026 calculada a partir del Cuadro II.6.1 del IFP 1T26 (43,2% IFP 3T25 menos 42,0% IFP 4T25). Diferencias 2027-2030 obtenidas del Cuadro III.7.2 del IFP 4T25.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Dada la anterior discrepancia, el IFP 1T26 utiliza un escenario contrafactual basándose en los supuestos del IFP 3T25 para rehacer los cálculos de las proyecciones de deuda 2026-2030 del IFP 4T25. De esta manera, la profundización de los déficits señalados en el IFP 4T25 serían económicamente consistentes mediante un mayor aumento de stock de deuda hacia fin del período 2026-2030. Bajo ese contexto, lo más relevante es que tanto el IFP 1T26 como la reconstrucción del IFP 4T25 muestran una trayectoria de la deuda más pronunciada que la señalada tanto en el IFP 3T25 como en el escenario original del IFP 4T25, trayectoria que se observa en el Gráfico N°2. En ese sentido, tanto en el IFP 1T26 así como el escenario recalculado del IFP 4T25, se superaría el umbral del 45% de deuda bruta como porcentaje de PIB en 2028 (45,4% de acuerdo al IFP 1T26), mientras que en los IFP de 2025 no ocurría en ningún año del período 2026-2030. Este umbral es el recomendado tanto por el Consejo Fiscal Autónomo, así como organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico N°2: Trayectoria de la Deuda Bruta del Gobierno Central – IFP 3T25, IFP 4T25, reestimación e IFP 1T26



Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Es importante señalar que el IFP 1T26 no atribuye esta discrepancia a un error deliberado. Lo

que el informe identifica son brechas de trazabilidad entre la trayectoria del balance fiscal y la proyección de deuda del IFP 4T25, es decir, una desconexión entre el escenario fiscal informado, las necesidades efectivas de financiamiento y la senda de deuda proyectada. Fue esta falta de consistencia la que motivó a reestimar la trayectoria de deuda, con el objetivo de que los balances fiscales, las necesidades de financiamiento y el stock de deuda fuesen coherentes entre sí a lo largo del horizonte de proyección.

Ingresos, gasto y la Ley de Cumplimiento Tributario

El IFP 1T26 no solo corrige la trayectoria de deuda, sino también la capacidad recaudatoria esperada del fisco. El IFP 4T25 proyectaba un déficit efectivo de 1,8 % del PIB para 2026; el IFP 1T26 lo eleva a 2,4 %. Este deterioro responde a ingresos que fueron sobreestimados y gastos que fueron subestimados. Sin las medidas correctivas implementadas a la fecha —tanto por el lado de ingresos como de gastos— el déficit habría alcanzado 2,9 % del PIB.

Por el lado de los ingresos, un componente central de la revisión es la Ley de Cumplimiento Tributario (Ley N°21.713). El IFP 4T25 incorporaba supuestos exigentes de recaudación asociados a esta ley, que contemplaban alcanzar un efecto en régimen de 1,5 % del PIB hacia 2028². Sin embargo, la evidencia del primer año de implementación mostró un rendimiento inferior al esperado. Ante ello, el IFP 1T26 introduce una corrección prudencial que reduce la recaudación esperada en régimen a 0,5 % del PIB —un tercio de lo estimado originalmente— y desplaza su materialización en un año.

Este ajuste se refleja directamente en la tributación del resto de contribuyentes —que comprende impuesto a la renta e IVA—, partida que concentra el grueso de los ingresos tributarios netos del gobierno (91,3 % en 2025, de acuerdo al Cuadro I.2.1 del IFP 1T26). Como muestra la Tabla N°2, esta categoría se corrige a la baja entre 2,8 % y 3,5 % en todo el horizonte de proyección, con una caída de \$1.903 miles de millones en 2026 y un promedio de \$2.076 miles de millones anuales entre 2027 y 2030³. Es importante aclarar que los ingresos tributarios netos corresponden a la recaudación por impuestos, descontadas las devoluciones a contribuyentes; los ingresos totales del Gobierno Central, en cambio, incluyen además los traspasos de Codelco, las imposiciones previsionales, las rentas de la propiedad y otros ingresos no tributarios.

Cabe destacar que, si bien la tributación minera privada se revisa al alza (+11,5 % en 2026, entre +4,6 % y +7,8 % en 2027–2030) —impulsada por un precio del cobre superior al contemplado en el IFP 4T25—, su peso relativo en los ingresos tributarios netos es bajo (8,7 % en 2025 e históricamente sigue la misma tendencia), por lo que no alcanza a compensar la caída del resto de contribuyentes. Por su parte, las rentas de la propiedad —que incluyen dividendos de empresas públicas, ingresos por litio de Corfo y otros retornos sobre activos del Estado— se revisan al

²Es interesante señalar que cuando se aprobó esa ley, tanto el FMI como analistas privados coincidieron en señalar que las proyecciones de recaudación que mostraba el Informe Financiero del PdL eran excesivamente optimistas. El FMI consideró que una estimación razonable de recaudación era cercana a un tercio de la proyección oficial.

³La cifra corresponde al promedio simple de las diferencias anuales en la tributación del resto de contribuyentes entre el IFP 1T26 y el IFP 4T25 para el período 2027–2030. -\$1.759 miles de millones (2027), -\$2.267 miles de millones (2028), -\$2.153 miles de millones (2029) y -\$2.126 miles de millones (2030).

alza, especialmente en 2026–2027, en línea con el mayor precio del litio y el plan de gestión de empresas públicas. En términos agregados, los ingresos totales del Gobierno Central convergen a 22,0 % del PIB en 2030, por debajo del 22,5 % previsto en el IFP 4T25, mientras que los ingresos tributarios netos pasan de 18,8 % a 18,3 % del PIB.

Tabla N°2: Variación de ingresos del Gobierno Central, IFP 1T26 vs IFP 4T25

Variación % (1T26 vs 4T25)	2026	2027	2028	2029	2030
Total Ingresos	-0,4 %	-1,5 %	-2,5 %	-2,1 %	-1,9 %
Ingresos tributarios netos	-1,8 %	-1,8 %	-2,6 %	-2,5 %	-2,6 %
Trib. resto contribuyentes	-3,2 %	-2,8 %	-3,5 %	-3,3 %	-3,1 %
Trib. minería privada	+11,5 %	+7,8 %	+6,9 %	+6,2 %	+4,6 %
Traspasos Codelco	+12,9 %	-18,7 %	-15,6 %	-8,3 %	+8,6 %
Imposiciones previsionales	+2,3 %	+2,7 %	+2,7 %	+2,9 %	+3,2 %
Rentas de la propiedad	+19,3 %	+21,2 %	+0,6 %	+2,9 %	+0,9 %

Nota: Variación porcentual del IFP 1T26 respecto del IFP 4T25. Datos 2026 del Cuadro II.2.1 del IFP 1T26; 2027–2030 de los Cuadros III.4.1 de cada IFP.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Por el lado del gasto, el IFP 1T26 reconoce presiones previamente no incorporadas. \$2.578 miles de millones por obligaciones derivadas de compromisos vigentes (reajuste del sector público, incremento de cotización previsional, obligaciones sin devengar al cierre de 2025) y \$471 miles de millones por medidas de apoyo ante el alza de combustibles. Para contener este aumento, mediante la Circular N°12 del 13 de marzo de 2026, se instruyó a los servicios públicos la implementación de medidas de eficiencia que generan un ajuste sobre la línea de \$1.307.729 millones anuales entre 2026 y 2030. Existe un ajuste adicional bajo la línea (en transacciones financieras) de \$454.532 millones, pero al tratarse de operaciones que no afectan el balance efectivo, su impacto se refleja exclusivamente en la trayectoria de deuda y no en la proyección de déficit 2026–2030⁴. El mayor gasto en intereses —que crece progresivamente de \$115 miles de millones en 2027 a \$733 miles de millones en 2030— es consecuencia directa de la trayectoria de deuda más elevada analizada en la sección anterior.

⁴Las transacciones “sobre la línea” corresponden a ingresos y gastos que afectan directamente el balance efectivo del Gobierno Central. Las transacciones “bajo la línea” son operaciones que modifican los activos financieros y pasivos del Gobierno Central (Glosario IFP 1T26), sin afectar el balance efectivo. Por ello, el ajuste sobre la línea de \$1.307.729 millones reduce el déficit proyectado, mientras que el ajuste bajo la línea de \$454.532 millones solo incide en la trayectoria de deuda.

Tabla N°3: Gastos comprometidos del Gobierno Central, IFP 4T25 vs IFP 1T26

(MM\$ de 2026)	2026	2027	2028	2029	2030
(1) IFP 4T25	85.808.105	88.567.958	90.022.559	90.991.189	91.268.762
Obligaciones vigentes	2.578.426	-	-	-	-
Medidas combustibles	471.458	-	-	-	-
Mayor gasto intereses	-	115.042	271.479	465.448	732.750
Ajuste fiscal (Circ. N°12)	-1.307.729	-1.307.729	-1.307.729	-1.307.729	-1.307.729
(2) IFP 1T26	87.550.259	87.375.271	88.986.310	90.148.927	90.693.783
<i>Variación (2)/(1)</i>	+2,0%	-1,3%	-1,2%	-0,9%	-0,6%

Nota: Datos de 2026 del Cuadro II.4.1 y de 2027-2030 del Cuadro III.5.1 del IFP 1T26. El ajuste bajo la línea (\$454.532 millones) no se incluye porque no afecta el balance efectivo.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Para 2026, el IFP 1T26 estima que, sin las acciones correctivas implementadas a la fecha, el balance efectivo habría alcanzado -2,9% del PIB y el balance estructural -4,1%, en lugar del -2,4% y -3,7% reportados respectivamente. Las medidas correctivas consisten en el ajuste de gasto sobre la línea por \$1.307.729 millones (implementado mediante la Circular N°12) y aumentos de ingresos por \$360.009 millones, ligados al incremento de recaudación por CAE, la reducción del crédito fiscal al diésel y el fortalecimiento del plan de gestión de empresas públicas.

El deterioro fiscal que revela el IFP 1T26 no responde únicamente a la reestimación de la deuda ni a mayores gastos. Una parte relevante proviene de una base de ingresos menos dinámica de lo previsto, donde la Ley de Cumplimiento Tributario —que había sido incorporada como un pilar relevante de los ingresos futuros— ha mostrado una materialización más lenta y menor que la estimada originalmente. La combinación de ingresos sobreestimados, gastos subestimados y una trayectoria de deuda inconsistente configura un escenario fiscal más estrecho que el presentado en el IFP 4T25.

¿Por qué importa una mayor trayectoria de deuda pública?

La trayectoria de deuda pública presentada en el IFP 1T26 no solo tiene implicancias contables o presupuestarias, sino también potenciales efectos macroeconómicos relevantes. En primer lugar, una deuda persistentemente más elevada reduce el espacio fiscal disponible para responder ante futuras recesiones, shocks externos o emergencias, limitando la capacidad del Estado para implementar políticas contracíclicas en escenarios adversos.

A su vez, un deterioro sostenido de las cuentas fiscales podría afectar la percepción de riesgo soberano de Chile y eventualmente sus evaluaciones crediticias. Esto puede traducirse en mayores primas por riesgo y mayores costos de financiamiento para el Estado. Dado que la tasa soberana funciona como benchmark para parte del sistema financiero local, un aumento en el costo de financiamiento del fisco también puede reflejarse en mayores tasas de interés para

hogares y empresas.

Lo anterior tiene implicancias directas sobre la inversión y el crecimiento económico. Tasas de interés más elevadas encarecen el financiamiento de proyectos de inversión, afectando decisiones de consumo durable, inversión privada y actividad económica en el mediano plazo.

Además, una trayectoria de deuda persistentemente más elevada también puede generar efectos de crowding out financiero. En la medida en que una mayor proporción de las necesidades de financiamiento del fisco se cubra mediante emisión de deuda en el mercado local, el Estado pasa a competir por ahorro doméstico con hogares y empresas. A todo lo demás constante, esto podría ejercer presiones al alza sobre las tasas de interés locales y restringir las condiciones de financiamiento para el sector privado. Si bien este riesgo no necesariamente se materializa de forma automática, constituye un canal relevante a monitorear en escenarios de endeudamiento persistentemente creciente.

Sin embargo, lo anterior es un riesgo menos probable dada la evolución de la composición de la deuda en los años recientes. Como muestra el Gráfico I.9.2 del IFP 1T26, la deuda externa ha aumentado gradualmente su participación dentro de la deuda total del Gobierno Central durante la última década. Una mayor exposición a deuda denominada en moneda extranjera incrementa la sensibilidad de las cuentas fiscales a depreciaciones cambiarias derivadas tanto de shocks externos como internos. En escenarios de volatilidad financiera global, aumentos en tasas internacionales o depreciaciones relevantes del tipo de cambio podrían elevar el costo efectivo del servicio de deuda medido en pesos, aumentando la presión sobre las finanzas públicas.

También, una mayor carga de deuda implica un aumento gradual del gasto destinado al servicio de esta, por concepto de intereses. En la medida en que una mayor fracción de los ingresos fiscales debe destinarse a deuda y gastos financieros, se reduce el espacio disponible para financiar otras prioridades públicas, incluyendo inversión pública y provisión de servicios sociales. En este sentido, una trayectoria de deuda persistentemente creciente puede generar efectos de crowding out dentro del propio presupuesto fiscal.

Lo anterior también puede tener implicancias distributivas. Eventuales procesos de ajuste fiscal futuros podrían traducirse en menores recursos disponibles para programas sociales, inversión en infraestructura pública, salud, educación o transferencias estatales. En ese mismo contexto, mayores tasas de interés tienden a afectar con mayor intensidad a hogares endeudados, pequeñas y medianas empresas y sectores más dependientes del crédito. De esta forma, deterioros persistentes de la situación fiscal pueden terminar teniendo efectos que trascienden el ámbito financiero y afectan directamente el bienestar de distintos grupos de la población.

Finalmente, más allá de las cifras específicas de deuda o déficit, un elemento central corresponde a la credibilidad de la institucionalidad fiscal. La efectividad de una regla fiscal depende no solo de su diseño formal, sino también de la percepción de que las metas comprometidas son alcanzables y efectivamente cumplidas en el tiempo. Desviaciones persistentes y significativas respecto de las metas fiscales pueden erosionar gradualmente la credibilidad del marco fiscal, debilitando su capacidad para anclar expectativas y actuar como mecanismo de disciplina fiscal. En este contexto, la discusión no solo involucra la magnitud de los déficits o la trayectoria de

deuda, sino también la consistencia, transparencia y plausibilidad económica de los supuestos utilizados en las proyecciones fiscales.

Aun así, es importante considerar que las proyecciones fiscales y de deuda a horizontes largos están sujetas a elevados grados de incertidumbre. Variables como crecimiento económico, precio del cobre, tasas de interés, tipo de cambio, recaudación tributaria y decisiones de política fiscal pueden cambiar significativamente en períodos relativamente cortos. En consecuencia, diferencias relevantes entre trayectorias proyectadas no necesariamente implican errores deliberados, sino que muchas veces reflejan cambios en supuestos macroeconómicos, metodologías o criterios de proyección. Una discusión distinta —y legítima— corresponde a cuán plausibles o económicamente consistentes eran algunos de los supuestos utilizados en informes previos.

En ese contexto, el IFP 1T26 refleja un cambio hacia supuestos fiscales más prudentes y exigentes respecto de informes previos. La corrección en ingresos esperados, el reconocimiento de mayores presiones de gasto y la reestimación de la trayectoria de deuda apuntan a construir un escenario fiscal más consistente y conservador. Así, parte importante del deterioro respecto de informes anteriores responde no solo a cambios en las condiciones fiscales, sino también a una revisión más prudente de los supuestos utilizados.

MERCADO DE CAPITALES

Menor volatilidad, mejores perspectivas



junio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. Junio estuvo marcado por una serie de acontecimientos con implicancias relevantes para los mercados financieros globales. Entre ellos destacaron el dato de inflación de Estados Unidos, la apertura bursátil de SpaceX, el acuerdo entre Estados Unidos e Irán y la Reunión de Política Monetaria del Banco Central de Chile. En conjunto, estos eventos contribuyeron a modificar las perspectivas sobre inflación, crecimiento y condiciones financieras para el segundo semestre.

Acontecimientos recientes

- La inflación de EE.UU. se mantuvo elevada, aunque en línea con lo esperado.
- El componente energético continuó explicando gran parte de las presiones inflacionarias.
- SpaceX protagonizó la mayor oferta pública inicial registrada hasta la fecha.
- El acuerdo entre Estados Unidos e Irán redujo significativamente la incertidumbre geopolítica.
- El Banco Central mantuvo la TPM en 4,5% durante su reunión de junio.

Reacción de los mercados

- El precio del petróleo revirtió gran parte del alza observada durante el conflicto.
- El índice VIX cayó a niveles consistentes con menor volatilidad financiera.
- Las bolsas internacionales registraron avances liderados por el Nasdaq.
- El peso chileno se apreció en un contexto de menor aversión al riesgo.
- Las condiciones financieras internacionales lucen más favorables que semanas atrás.

Conclusión. Los acontecimientos de junio parecen haber desplazado el balance de riesgos hacia un escenario algo más favorable para la economía global. La caída del precio del petróleo, la menor volatilidad financiera y el mejor desempeño de los mercados accionarios sugieren condiciones financieras más benignas para el segundo semestre. No obstante, parte importante de este escenario depende de que la reducción de las tensiones geopolíticas se mantenga en el tiempo y continúe favoreciendo una moderación de las presiones inflacionarias.

Menor volatilidad, mejores perspectivas

En la semana del 10 a 17 de junio, los mercados financieros internacionales estuvieron marcados por una sucesión de acontecimientos que han permitido generar un escenario más optimista para la economía global. La publicación del dato de inflación de mayo en Estados Unidos, la apertura en bolsa de SpaceX —la mayor oferta pública inicial de la historia— y, por sobre todo, el anuncio de un acuerdo entre Estados Unidos e Irán que puso fin a meses de tensión en Medio Oriente. A ello se suma, en el plano local, la Reunión de Política Monetaria del Banco Central de Chile y la posterior publicación del Informe de Política Monetaria de junio.

Los acontecimientos recientes

Los hechos se concentraron en pocos días de junio. El miércoles 10 se publicó el dato de inflación de mayo en Estados Unidos; el viernes 12 SpaceX debutó en el mercado bursátil Nasdaq; el domingo 14 se anunció el acuerdo entre Estados Unidos e Irán, con una reacción de los mercados que se materializó el lunes 15; y el martes 16 el Banco Central de Chile tuvo su cuarta Reunión de Política Monetaria de 2026. A continuación se describe cada uno de ellos.

Dato inflacionario de mayo en Estados Unidos

El miércoles 10 de junio la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos (BLS) publicó el dato de inflación correspondiente a mayo. El índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación anual de 4,2 % y un alza mensual de 0,5 %. Si bien se trata de un nivel todavía elevado y alejado de la meta de 2 % de la Reserva Federal, la cifra estuvo en línea con lo que esperaban los economistas, por lo que no constituyó una sorpresa para el mercado.

Buena parte de la inflación de los últimos meses se explica por el componente energético, que acumuló un alza de 23,5 % en doce meses, con los combustibles liderando el incremento (la gasolina subió 40,5 % anual). En contraste, la inflación subyacente —que excluye los precios más volátiles de alimentos y energía— se ubicó en 2,9 % anual, reflejando una inflación sin volátiles más contenida. El hecho de que el alza en la inflación estuviera concentrada en la energía resulta clave para entender los acontecimientos posteriores, ya que una caída en el precio del petróleo tendería a aliviar estas presiones.

El IPO de SpaceX

Una Oferta Pública Inicial (IPO, por sus siglas en inglés) es el proceso mediante el cual una empresa que hasta entonces estaba en manos de un grupo acotado de dueños abre su propiedad al público, vendiendo por primera vez sus acciones en una bolsa de valores. Con ello la compañía obtiene financiamiento y, a partir de ese momento, cualquier inversionista puede pasar a ser dueño de una fracción de la empresa.

El viernes 12 de junio, SpaceX —la empresa de cohetes y satélites de Elon Musk— protagonizó

su debut bursátil en el Nasdaq, en lo que se convirtió en la mayor IPO de la historia. La acción se colocó a un precio inicial de US\$135 y se vendieron 555,6 millones de acciones. Desde el primer minuto de transacción el precio se disparó. Como muestra el Gráfico N°1, la acción abrió en torno a US\$152 y cerró su primera jornada en US\$160,95, para seguir subiendo en los días siguientes hasta superar los US\$215, lo que equivale a un alza cercana a 60% respecto del precio de colocación. La alta demanda refleja tanto el entusiasmo de los inversionistas por las empresas tecnológicas como las expectativas de crecimiento asociadas al negocio espacial.

Gráfico N°1: Precio intradiario de la acción de SpaceX (US\$ por acción)



Fuente: Eikon Refinitiv. Elaboración CEF

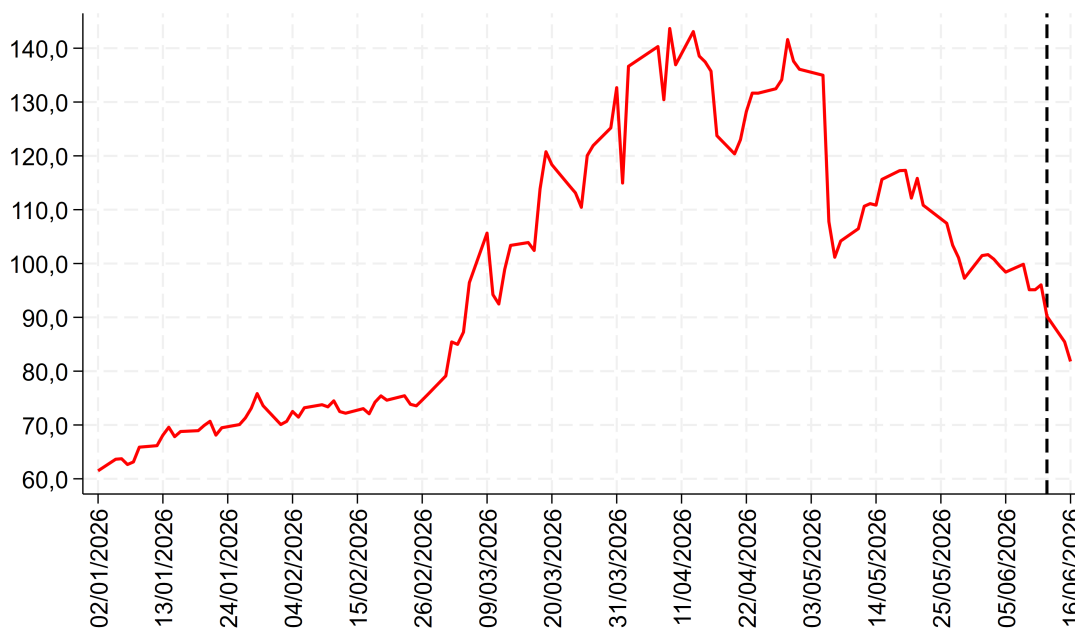
Conviene precisar que SpaceX se transa solo en el Nasdaq y no forma parte del S&P 500. La razón es que, para ingresar a este último, una empresa debe cumplir requisitos de rentabilidad —cuatro trimestres de utilidades— y un período mínimo de un año desde su apertura, condiciones que SpaceX por ahora no satisface, ya que registra pérdidas contables. El Nasdaq, en cambio, modificó sus reglas para permitir su incorporación. Otro rasgo importante de esta apertura es que se vendió apenas cerca del 4% de la compañía —no cumple tampoco este requisito para el S&P 500, al estar por debajo del 10% requerido—, manteniéndose el resto en manos de sus actuales dueños, de modo que quedaron pocas acciones disponibles para transar libremente en el mercado.

El acuerdo entre Estados Unidos e Irán

El hecho más relevante de las últimas semanas fue el acuerdo alcanzado entre Estados Unidos e Irán. El domingo 14 de junio Estados Unidos anunció el acuerdo, poniendo fin a un conflicto en Medio Oriente que se había iniciado el 28 de febrero. Como los mercados permanecen cerrados los fines de semana, su reacción se materializó el lunes 15.

El principal canal de transmisión de esta noticia fue el precio del petróleo. El conflicto había llevado al barril de crudo Brent desde niveles cercanos a US\$76 a fines de febrero hasta un máximo de US\$143,7 el 9 de abril. Tras conocerse el acuerdo, el precio cayó con fuerza hasta US\$81,8 el 16 de junio, su nivel más bajo desde el 2 de marzo, revirtiendo así prácticamente todo el aumento provocado por el conflicto (Gráfico N°2)¹. La importancia de esta caída es global, ya que al ser el petróleo un insumo presente en buena parte de la cadena productiva y en los costos de transporte, una baja en su precio alivia las presiones inflacionarias en todo el mundo.

Gráfico N°2: Precio spot del petróleo Brent (US\$ por barril)



Nota: la línea vertical punteada corresponde al 12 de junio de 2026, último día hábil previo al acuerdo
Fuente: Eikon Refinitiv. Elaboración CEF

La decisión del Banco Central de Chile

El martes 16 de junio se reunió el Consejo del Banco Central de Chile y decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4,5 %. La TPM es la principal herramienta del Banco para influir en el costo del crédito y, a través de él, en la inflación. La decisión estuvo en línea con lo previsto por el mercado, y este mismo prevé —de acuerdo a la Encuesta de Expectativas Económicas— que la tasa se mantendría en ese nivel durante el resto del año.

Al día siguiente el Banco Central publicó su Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. En él, actualiza su escenario base respecto a lo señalado en el IPoM de marzo e informa al mercado de lo que espera de aquí en adelante, al menos hasta el IPoM de septiembre.

En cuanto al crecimiento de la economía chilena, el IPoM de junio recortó su proyección para este año a un rango de 1,0 % a 1,75 %, por debajo del 1,5 % a 2,5 % que estimaba en marzo. La revisión a la baja se explica principalmente por el primer trimestre, golpeado por los sectores

¹Es importante notar que el precio del petróleo ya venía a la baja, en parte por una internalización de los mercados de que un acuerdo estaba próximo a alcanzarse.

ligados a los recursos naturales, en especial la minería del cobre. El Banco considera que buena parte de estos shocks son transitorios y prevé una reversión en el segundo semestre, salvo en la minería, donde serían más persistentes. Para 2027, en cambio, elevó el rango de crecimiento a 2,0 % a 3,0 % (desde 1,5 % a 2,5 % en marzo), apoyado en un mayor dinamismo de la inversión.

Respecto de la inflación, el IPC total subió con rapidez en los últimos meses, desde 2,4 % anual en febrero hasta 3,9 % en mayo, impulsado por el shock de costos del petróleo asociado al conflicto en Medio Oriente. El Banco proyecta una inflación de 4,2 % para diciembre de 2026, algo por encima del 4,0 % que estimaba en marzo, justamente por el mayor precio del petróleo supuesto en este Informe. El BCCH mantiene que la inflación convergería hacia 3 % en el segundo trimestre de 2027, y que la inflación subyacente, la que excluye los precios más volátiles, no presenta cambios relevantes respecto de marzo.

En el plano externo, el IPoM mantuvo una visión favorable sobre la actividad mundial, que sigue mostrándose resiliente gracias al empuje de las nuevas tecnologías, aunque con un desempeño desigual entre países que ha beneficiado más a Estados Unidos y a algunas economías de Asia. El Banco proyecta que el PIB de los socios comerciales de Chile crecerá en torno a 2,8 % en promedio en el trienio 2026–2028, levemente por sobre lo previsto en marzo. También subieron sus supuestos para las materias primas, ya que el precio del petróleo se elevó a un promedio de US\$90 el barril en 2026 (US\$86 en marzo) y el del cobre a US\$5,8 la libra (US\$5,4 en marzo), lo que mejora los términos de intercambio del país.

Un punto clave para este informe es que el cierre estadístico del IPoM fue el 10 de junio, esto es, antes del acuerdo entre Estados Unidos e Irán, por lo que su escenario base todavía supone un petróleo elevado. El propio Banco lo reconoce en una nota posterior a dicho cierre, en la que da cuenta del anuncio del acuerdo y de la consiguiente caída del precio del petróleo a niveles algo por debajo de US\$80 el barril. En otras palabras, el alivio que describimos en este informe aún no está incorporado en las proyecciones del Banco, lo que refuerza la idea de un segundo semestre algo más auspicioso que el del escenario base. De todos modos, el Consejo advierte que el conflicto no se ha resuelto de manera definitiva y que conviene seguir de cerca su evolución, por lo que las futuras decisiones de la TPM se irán evaluando reunión a reunión.

Implicancias en los mercados

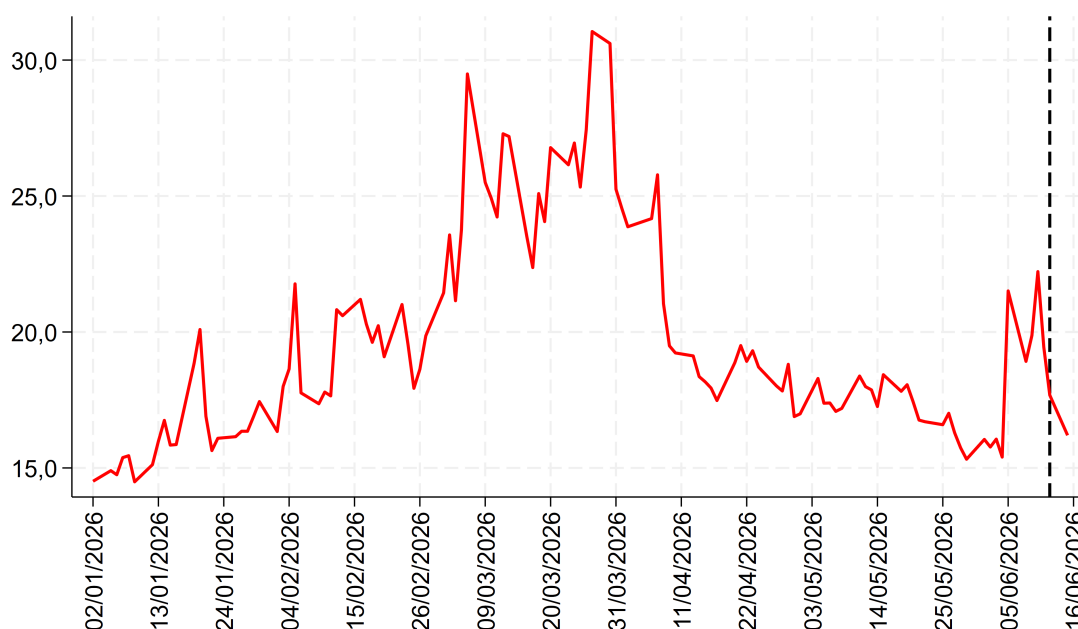
La semana del 10 al 17 de junio fue particularmente intensa en los mercados, con cuatro hechos prácticamente simultáneos —el dato de inflación de Estados Unidos, el debut bursátil de SpaceX, el acuerdo entre Estados Unidos e Irán y la Reunión de Política Monetaria del Banco Central de Chile—. Entre todos ellos, los mercados parecen haberle dado el mayor peso al acuerdo, lo que resulta natural si se considera que la guerra venía generando una enorme incertidumbre y fuertes presiones inflacionarias a través del precio del petróleo.

Como los acontecimientos ocurrieron en una semana, en la práctica es imposible descomponer con exactitud qué parte de cada movimiento de mercado corresponde a cada hecho. Lo que sí puede leerse con claridad es la tendencia general, que fue de mayor optimismo, menor incer-

tidumbre y menores presiones inflacionarias proyectadas.

Un primer reflejo de este nuevo clima es la caída de la incertidumbre. Una forma habitual de medirla es el VIX, conocido como el “índice del miedo” y que mide la volatilidad que el mercado espera para las acciones estadounidenses del índice S&P 500, durante los próximos 30 días. Cuando los inversionistas anticipan tiempos inciertos el índice sube, y cuando prima la calma, baja. Como referencia, valores sobre 30 puntos dan cuenta de un mercado volátil, mientras que niveles bajo 20 sugieren estabilidad. Como muestra el Gráfico N°3, el VIX se mantuvo elevado durante el conflicto en Medio Oriente, con un máximo cercano a 31 puntos a fines de marzo, y luego retrocedió a medida que cedían las tensiones, hasta ubicarse en 16,2 puntos el 15 de junio, uno de sus niveles más bajos del año. Esta caída da cuenta de la menor incertidumbre global y ayuda a explicar el mayor apetito por riesgo que se observa en el resto de los mercados.

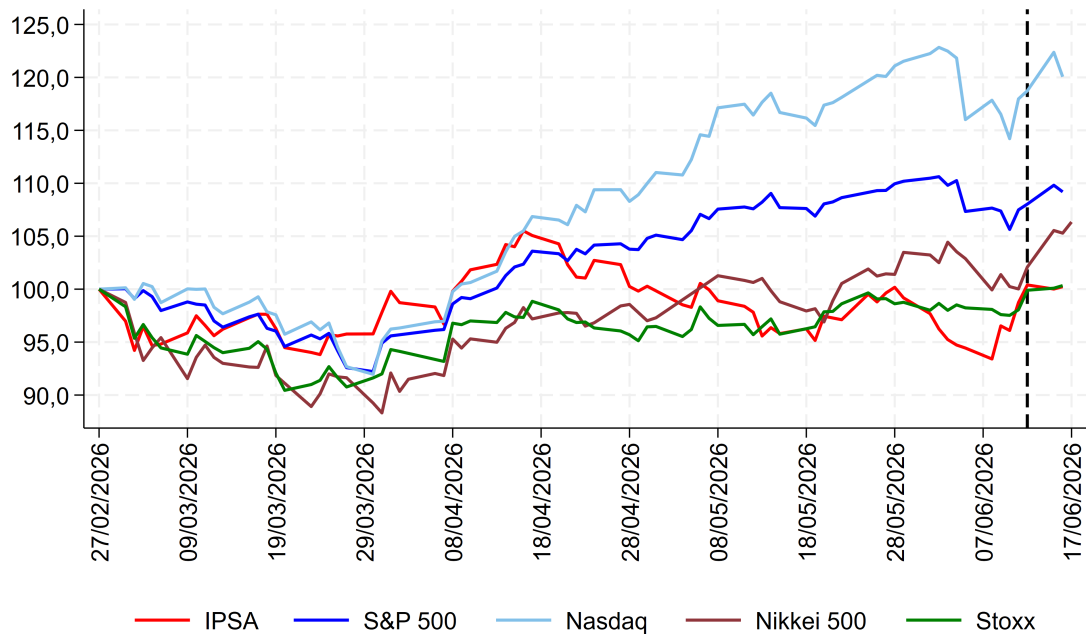
Gráfico N°3: Índice de volatilidad VIX (puntos)



Nota: la línea vertical punteada corresponde al 12 de junio de 2026, último día hábil previo al acuerdo
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

Ese mayor optimismo se reflejó también en las bolsas. El Gráfico N°4 muestra la evolución de cinco índices accionarios desde el inicio del conflicto (28 de febrero), todos llevados a una base 100 para hacerlos comparables. Tras la caída inicial provocada por la guerra, las bolsas se recuperaron y, con el anuncio del acuerdo, registraron nuevas alzas. El mayor avance corresponde al índice tecnológico estadounidense Nasdaq, que acumula una ganancia cercana a 20 % respecto del inicio del conflicto, seguido por el S&P 500 (cerca de 9 %). El IPSA chileno, por su parte, recuperó parte de lo perdido y volvió a su nivel de fines de febrero.

Gráfico N°4: Evolución de Índices bursátiles (base 100 = 27/02/2026)

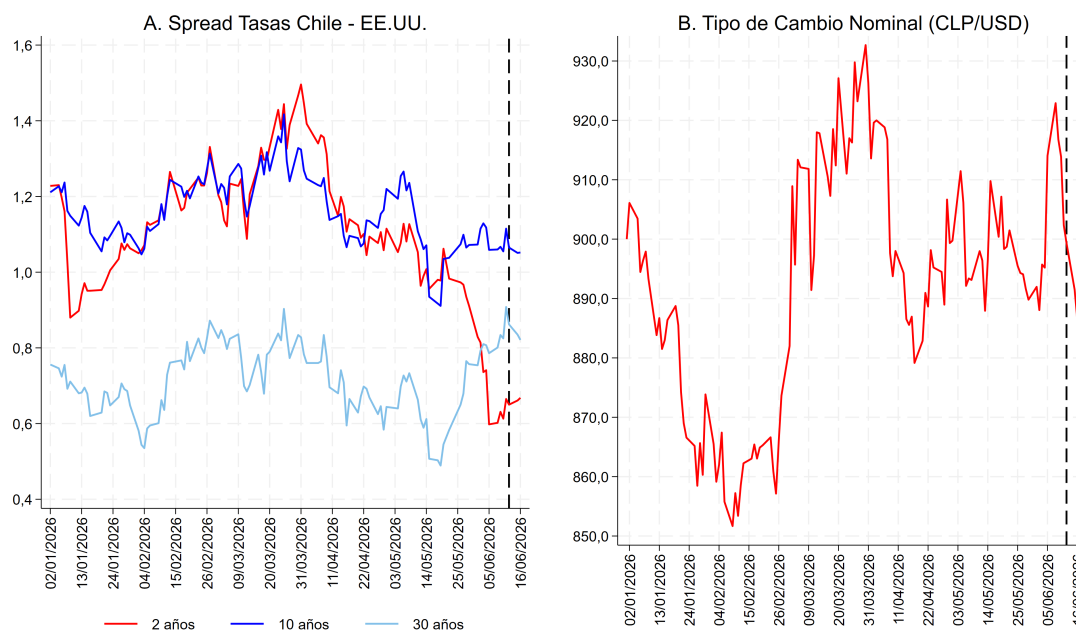


Nota: la línea vertical punteada corresponde al 12 de junio de 2026, último día hábil previo al acuerdo
Fuente: Eikon Refinitiv. Elaboración CEF

Hacia adelante, y en la medida en que el acuerdo se mantenga y no se rompa, es probable que las bolsas sigan al alza, apoyadas en un segundo semestre de mayor crecimiento a nivel global. Conviene, eso sí, no sobredimensionar el efecto del debut accionario de SpaceX sobre los índices. Si bien fue la mayor apertura bursátil de la historia, la escasa cantidad de acciones disponibles hace poco probable que mueva de manera relevante a índices bursátiles en el corto plazo. Su influencia podría crecer con el tiempo, a medida que se liberen más acciones y, eventualmente, si llega a cumplir los requisitos para entrar al S&P 500, pero por ahora su impacto inmediato luce acotado.

Las tasas de interés de bonos soberanos también se movieron. Resulta especialmente interesante observar el spread entre Chile y Estados Unidos —es decir, la diferencia entre la tasa que paga cada país por su deuda soberana—, que se presenta en el panel A del Gráfico N°5 para los plazos de 2, 10 y 30 años.

Gráfico N°5: Spread de tasas soberanas Chile–EE.UU. y tipo de cambio nominal (CLP/USD)



Nota: la línea vertical punteada corresponde al 12 de junio de 2026, último día hábil previo al acuerdo
Fuente: Eikon Refinitiv. Elaboración CEF

Desde el inicio del conflicto, este spread se ha comprimido significativamente en el tramo corto. El spread a 2 años cayó desde 1,33 puntos porcentuales a fines de febrero hasta 0,67 puntos al 16 de junio. Esta compresión, sin embargo, no se explica por una baja de la tasa chilena, sino por un alza de la tasa estadounidense. En efecto, la tasa a 2 años de Estados Unidos subió cerca de 0,7 puntos porcentuales en el período (desde 3,4 % hasta cerca de 4,0 %), mientras que la chilena se mantuvo estable en torno a 4,7 %.

El alza de la tasa corta en EE.UU. se debe a dos efectos. Por un lado, las expectativas de inflación tienden a empujar las tasas al alza, ya que los inversionistas exigen un mayor rendimiento para compensar la pérdida generada por la inflación. Por otro, el canal de la incertidumbre opera en sentido inverso, pues en momentos de incertidumbre los inversionistas buscan refugio en los bonos del Tesoro estadounidense, lo que presiona sus tasas a la baja. Que la tasa a 2 años haya subido indica que, en el neto, el canal inflacionario predominó por sobre el de la incertidumbre.

Una situación complementaria se observó en el tipo de cambio. El panel B del Gráfico N°5 muestra el tipo de cambio nominal para Chile, pesos por dólares, que se apreció desde niveles sobre \$920 a comienzos de junio hasta cerca de \$886 el 16 de junio. Cuando la incertidumbre global cede, las economías emergentes se vuelven menos riesgosas en relación con Estados Unidos, de modo que ingresan más dólares a estos mercados y, en términos sencillos, esa mayor oferta de divisas tiende a apreciar el tipo de cambio. A ello se suma, en el caso chileno, el elevado precio del cobre, que al aumentar el flujo de dólares hacia el país refuerza la apreciación del peso.

Lo anteriormente descrito es particularmente favorable para Chile, que atraviesa un primer semestre con una actividad alicaída. En efecto, el IMACEC registró variaciones negativas entre

enero y abril y el PIB cayó 0,5 % real en el primer trimestre. Una menor inflación importada a través de menores precios del petróleo, un entorno financiero internacional más benigno y un peso más fuerte permiten proyectar un segundo semestre más auspicioso. En esa línea, el Banco Central mantuvo la TPM en 4,5 % en su reunión del 16 de junio, y todo apunta a que la conservará en ese nivel durante el resto del año; de hecho, la Encuesta de Expectativas Económicas de junio proyecta una TPM de 4,5 % para diciembre de 2026. Cabe destacar que dicha encuesta se realizó antes de conocerse el acuerdo y, aun así, los analistas ya anticipaban una inflación sin variación en junio y contenida en 0,4 % en julio. Respecto del mes anterior, esa misma medición corrigió a la baja sus proyecciones a diciembre de 2026 tanto para la inflación (de 4,3 % a 4,1 %) como para el crecimiento del PIB (de 2,0 % a 1,6 %), esta última reflejo del primer trimestre. El acuerdo, posterior a la encuesta, refuerza el menor sesgo inflacionario y aporta un impulso adicional que esa medición aún no recoge, lo que sustenta la expectativa de un cierre de año algo mejor de lo que se proyectaba.

Más allá de los movimientos observados en los mercados financieros durante los últimos días, los acontecimientos de junio parecen generar un escenario algo más favorable para la economía global. La caída del precio del petróleo, la menor volatilidad financiera y el repunte de las bolsas sugieren que las condiciones financieras internacionales serían más positivas que lo anteriormente proyectado durante el segundo semestre. Si este escenario se consolida, las presiones inflacionarias asociadas a la energía tenderían a moderarse, facilitando una convergencia más rápida de la inflación hacia sus metas.

Lo anterior no solo tendría implicancias para la inflación, sino también para la actividad económica. Una menor inflación reduce la necesidad de mantener políticas monetarias restrictivas por períodos más prolongados, lo que eventualmente se traduce en menores costos de financiamiento para hogares, empresas y gobiernos. En Chile, si bien el mercado actualmente no anticipa nuevas bajas de la TPM durante 2026, una convergencia más rápida de la inflación podría abrir espacio para una política monetaria algo más expansiva por parte del Banco Central. Esto sería especialmente relevante considerando la debilidad mostrada por la actividad durante el primer trimestre. De todos modos, buena parte de este escenario depende de que el acuerdo entre Estados Unidos e Irán se mantenga en el tiempo. Si las tensiones geopolíticas reaparecen, parte importante de los avances observados en las últimas semanas podría revertirse rápidamente.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Crédito Tributario al Empleo: Evidencia Inter-
nacional y Lecciones para Chile



junio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El Proyecto de Ley de Reconstrucción Nacional propone un Crédito Tributario al Empleo orientado a reducir el costo de contratación formal para trabajadores de menores ingresos. La iniciativa surge en un contexto de desempleo persistentemente elevado, mayores costos laborales y señales de debilitamiento en el mercado laboral chileno. Dada su relevancia fiscal y potencial impacto sobre el empleo formal, resulta pertinente contrastar la propuesta con experiencias internacionales similares.

Evidencia internacional

Mercado laboral y propuesta

- La tasa de desempleo se mantiene por sobre los niveles previos a la pandemia.
 - El deterioro reciente ha afectado con mayor intensidad a mujeres y jóvenes.
 - Los costos laborales han crecido más rápido que las remuneraciones reales.
 - El crédito busca reducir el costo de contratación de trabajadores formales.
 - El beneficio se focaliza en empleos de menores ingresos mediante un esquema gradual.
- Francia no registró efectos significativos sobre el empleo con un instrumento similar.
 - Suecia observó aumentos moderados del empleo juvenil, aunque con alto costo fiscal.
 - Finlandia encontró efectos limitados salvo durante períodos de crisis económica.
 - Colombia registró avances en formalización tras reducir costos laborales formales.
 - Los resultados parecen depender del grado de informalidad y del diseño del instrumento, créditos tributarios versus disminuciones en cotizaciones por parte del empleador.

Conclusión. La evidencia internacional sugiere que los subsidios al empleo por el lado del empleador pueden contribuir a mejorar la formalización y el empleo, aunque sus efectos suelen ser heterogéneos y, en varios casos, modestos en relación con su costo fiscal. En el caso chileno, la presencia de informalidad y el reciente deterioro del mercado laboral podrían aumentar el potencial del instrumento, pero su efectividad dependerá de la magnitud de la respuesta de las empresas y de que los beneficios obtenidos compensen adecuadamente los recursos fiscales comprometidos.

Crédito Tributario al Empleo: Evidencia Internacional y Lecciones para Chile

El Proyecto de Ley de Reconstrucción Nacional incorpora un Crédito Tributario al Empleo como una de sus principales medidas para enfrentar los desafíos que actualmente presenta el mercado laboral chileno. Para evaluar su potencial alcance, resulta necesario examinar primero el contexto laboral reciente y posteriormente la evidencia internacional disponible sobre instrumentos similares.

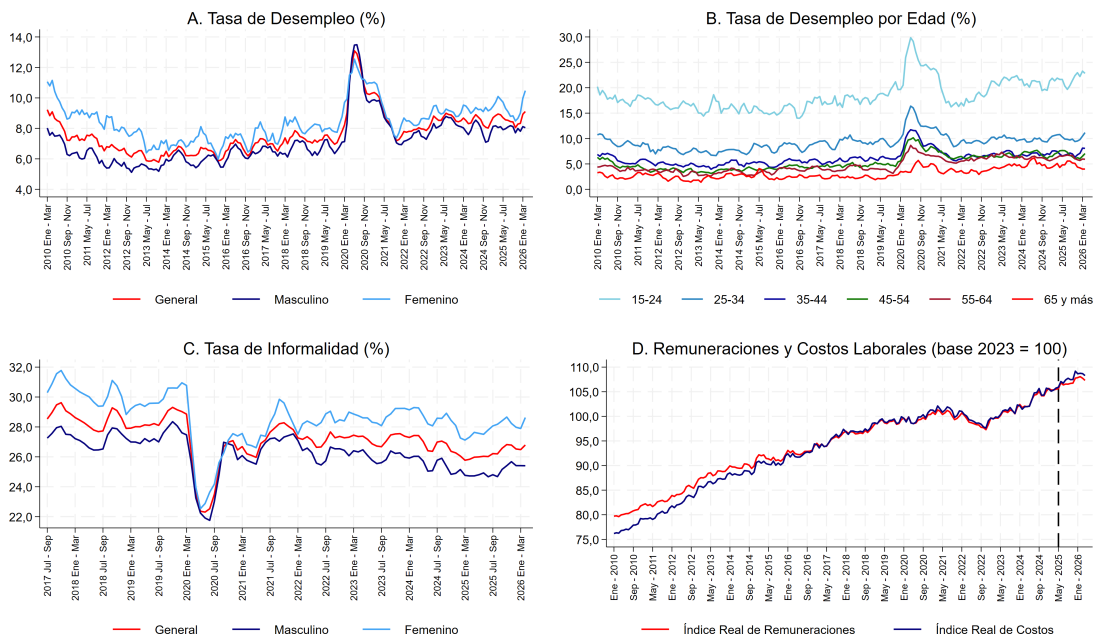
El contexto chileno

Mercado laboral de Chile en los años recientes

El mercado laboral chileno en el período posterior a la pandemia se ha caracterizado por tasas de desocupación que no han logrado retornar a los niveles observados antes de esta. Entre 2010 y el trimestre móvil previo al inicio de la pandemia, la tasa de desocupación promedio alcanzó un 6,9 %, mientras que desde 2022 —primer año de normalización tras la emergencia sanitaria— dicho promedio se ha situado en 8,4 %.

Este deterioro del mercado laboral ha sido impulsado principalmente por el aumento de la desocupación femenina. Como muestra el Panel A del Gráfico N°1, la tasa de desocupación de las mujeres ha exhibido una tendencia al alza desde 2022, que se ha intensificado durante los últimos trimestres móviles. En contraste, la desocupación masculina ha mostrado una trayectoria relativamente más estable, lo que permite comprender en mejor medida la evolución reciente de la tasa de desocupación agregada.

Gráfico N°1: Evolución del Mercado Laboral en Chile (2010-2026)



Fuente: INE y BCCH. Elaboración CEF

Al desagregar la tasa de desocupación por grupos etarios, se observa que el deterioro del mercado laboral posterior a la pandemia ha afectado a todos los segmentos de edad. Sin embargo, como muestra el Panel B del Gráfico N°1, el grupo de 15 a 24 años destaca por dos razones. En primer lugar, desde 2010 ha exhibido las mayores tasas de desempleo y, además, ha experimentado el mayor deterioro desde la pandemia. En efecto, la tasa de desocupación promedio de este grupo pasó de 16,9% entre 2010 y el trimestre móvil previo al inicio de la pandemia a 20,5% desde 2022, lo que equivale a un aumento de 3,6 puntos porcentuales, superior al observado en cualquier otro tramo etario. Si bien los demás grupos también registran tasas de desempleo promedio superiores a las observadas antes de la pandemia, sus incrementos han sido de menor magnitud (2 pp en promedio). Asimismo, desde 2022 las tasas de desocupación han mostrado una evolución relativamente estable para la mayoría de los segmentos, aunque en los últimos trimestres móviles se aprecia un leve repunte en los grupos de 25 a 34, 35 a 44 y 45 a 54 años. Estos antecedentes sugieren que las dificultades de inserción laboral siguen siendo particularmente relevantes entre los trabajadores más jóvenes.

El Panel C muestra que la tasa de informalidad se ha mantenido relativamente estable desde 2022 y en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia, tanto para hombres como para mujeres. No obstante, durante los últimos trimestres móviles se aprecia un leve aumento de la informalidad, particularmente entre las mujeres desde comienzos de 2025 y, en menor medida, entre los hombres desde mediados del mismo año. A pesar de este repunte reciente, la evolución de este indicador no evidencia un deterioro de la magnitud observada en las tasas de desocupación analizadas previamente.

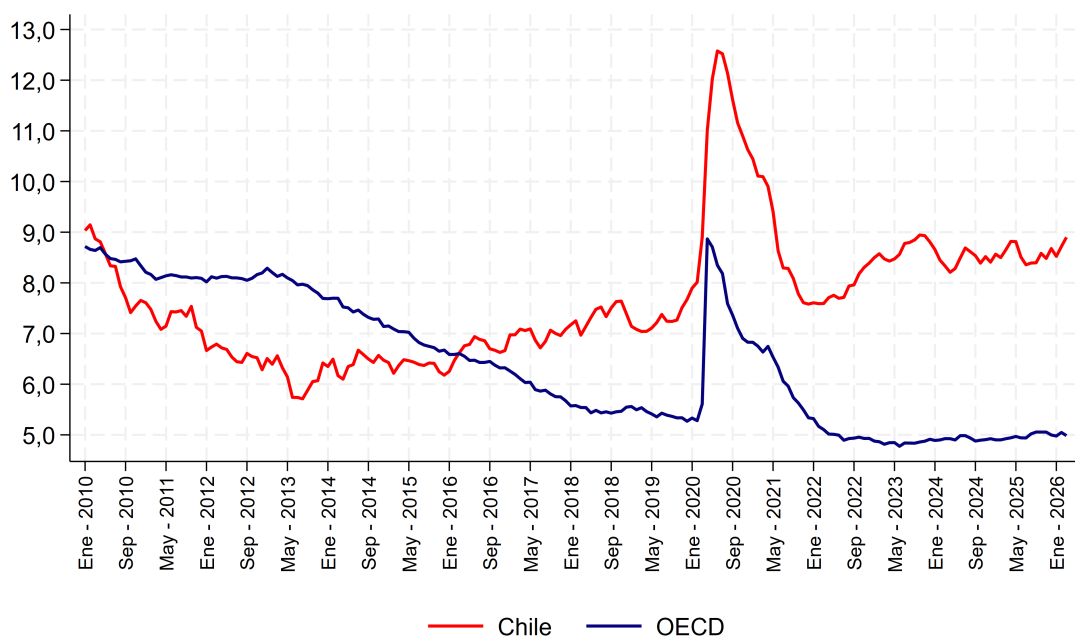
Finalmente, el Panel D presenta la evolución del índice real de remuneraciones y del índice real

de costos laborales¹. Por una parte, las remuneraciones reales han mantenido una trayectoria al alza desde el inicio de la serie. Por otra, los costos laborales reales también muestran una tendencia creciente, aunque con dinámicas distintas a lo largo del período. Entre 2010 y 2016, las remuneraciones reales crecieron a un ritmo superior al de los costos laborales. Sin embargo, esta situación comenzó a revertirse de manera sostenida a partir de mayo de 2017, cuando los costos laborales pasaron a expandirse más rápidamente. Más recientemente, desde mayo de 2025, esta diferencia parece haberse profundizado, observándose una aceleración adicional en el crecimiento de los costos laborales respecto de las remuneraciones reales. Esto da cuenta de un aumento de los costos asociados a la contratación de trabajadores que supera al crecimiento de las remuneraciones reales, en un contexto caracterizado por una economía que crece más lento y, relacionado con ello, un mercado laboral que continúa mostrando señales de debilidad.

Por último, el Gráfico N°2 compara la evolución de la tasa de desocupación mensual de Chile con el promedio de los países de la OECD. Mientras la OECD exhibe una tendencia descendente desde comienzos de la década anterior —interrumpida transitoriamente por la pandemia, pero retomada una vez terminada esta—, en Chile se observa una dinámica distinta. En particular, la tasa de desocupación comenzó a mostrar una tendencia al alza a partir de 2014 (observable igualmente en el panel A del gráfico anterior en su versión de trimestres móviles), en línea con la desaceleración observada en el crecimiento económico a partir de ese año. Si bien la pandemia generó un quiebre transitorio en ambas series, los datos sugieren que, una vez normalizado el mercado laboral, Chile retomó la trayectoria al alza que ya exhibía antes del Covid. Como resultado, la brecha entre la tasa de desocupación nacional y el promedio de la OECD se ha ampliado de manera significativa durante la última década, alcanzando actualmente uno de sus mayores niveles del período analizado.

¹El Índice de Costos Laborales se publica en términos nominales. Para hacerlo comparable con el Índice Real de Remuneraciones, se deflactó utilizando el IPC, aprovechando que ambas series se encuentran expresadas con base 2023 = 100.

Gráfico N°2: Tasa de desocupación mensual – Chile vs OECD (2010-2026)



Fuente: OECD

La evidencia apunta a que los desafíos actuales del mercado laboral chileno van más allá de los efectos transitorios y disrupciones que la pandemia pudo haber generado y responden, al menos en parte, a factores de carácter más persistente que han limitado la capacidad de generación de empleo de la economía.

La propuesta del Proyecto de Reconstrucción Nacional

El Proyecto de Ley señala que el alza reciente de los costos laborales ha encarecido la contratación de trabajadores formales, con efectos nocivos en el mercado laboral. Esta interpretación es consistente con la evidencia presentada recientemente por el Banco Central de Chile (IPoM septiembre 2025), que encuentra efectos negativos sobre el empleo formal asociados al aumento de costos laborales derivado del salario mínimo y la ley de 40 horas². Es en ese contexto que el Proyecto de Ley de Reconstrucción Nacional introduce una rebaja tributaria para empresas intensivas en trabajo de baja calificación; el Crédito Tributario al Empleo. Su objetivo es reducir el costo efectivo que representa para las empresas contratar y mantener trabajadores con contrato formal, frenando la destrucción de empleo y abriendo espacio para incorporar a quienes hoy están desempleados.

El mecanismo corresponde al siguiente. La empresa recibe un crédito tributario calculado como un porcentaje de la remuneración mensual de cada trabajador con contrato formal. La tasa base del beneficio es de 14 %, pero aumenta o disminuye según ciertas características del trabajador. Se incrementa en 1 punto porcentual para mujeres, se reduce en 1 punto porcentual para hombres y aumenta adicionalmente en 1,5 puntos porcentuales para trabajadores menores de

²Ver [aquí](#).

25 años. De esta forma, el crédito puede variar entre 13 % y 16,5 % de la remuneración mensual. El beneficio se aplica íntegramente a remuneraciones de hasta 7,8 UTM mensuales, se reduce gradualmente para remuneraciones entre 7,8 y 12 UTM, y desaparece completamente por sobre este último umbral.

En la práctica, el crédito opera mes a mes. La empresa lo descuenta primero de sus pagos provisionales mensuales (PPM), que son los anticipos de impuestos que las empresas entregan mensualmente al Servicio de Impuestos Internos (SII). Si el crédito supera los PPM del mes, el remanente puede aplicarse contra el IVA o el Impuesto de Primera Categoría del ejercicio. Las empresas del Estado o aquellas en que el Estado posee participación mayoritaria quedan excluidas del beneficio.

El crédito está diseñado para beneficiar a los contribuyentes que se acogen al Régimen General y Pro Pyme del impuesto a la renta, contribuyentes que en conjunto emplean a la mayoría de los trabajadores formales del país. El proyecto estima que la medida puede facilitar la contratación formal de más de 800.000 personas actualmente desempleadas y proteger los puestos de trabajo existentes frente al alza de costos laborales. Además del efecto directo sobre el empleo, el instrumento apunta a mejorar la calidad del empleo en cuanto al abaratar el costo de la contratación formal, se reduce el incentivo para recurrir a trabajadores sin contrato, lo que implicaría más personas cotizando en salud y previsión.

El crédito tributario al empleo es de las medidas con mayor impacto fiscal en el proyecto de ley. El Informe Financiero elaborado por la DIPRES cuantifica tres efectos sobre el gasto fiscal directamente atribuibles al crédito. En primer lugar, el costo directo sobre la recaudación tributaria. En segundo lugar, el ahorro en gasto público derivado de que los empleadores que optan por el crédito, no podrán acceder simultáneamente al Subsidio Único al Empleo (SUE). Por último, el retorno fiscal indirecto estimado por el mayor crecimiento económico que generaría el instrumento. La siguiente tabla resume estos tres efectos año a año:

Tabla N°1: Efectos fiscales del Crédito Tributario al Empleo Formal

Año	Costo directo: menor recaudación (MM\$ de 2026)	Ahorro en gasto público (SUE) (MM\$ de 2026)	Mayor recaudación por crecimiento (% del PIB)
Año 1	-668.573	-4.076	0,01 %
Año 2	-1.541.502	-68.314	0,02 %
Año 3	-1.466.825	-71.284	0,03 %
Año 4	-1.385.820	-71.284	0,04 %
Año 5	-1.298.163	-71.284	0,06 %
Año 6	-1.218.376	-71.284	0,07 %
Año 10	-884.089	-71.284	0,10 %
Año 15	-522.954	-71.284	0,11 %
Año 25	-13.991	-71.284	0,11 %

Nota: MM\$ = miles de millones de pesos de 2026. Columna (1): cifras negativas indican menor recaudación de IDPC y PPM (costo directo para el fisco). Columna (2): cifras negativas indican menor desembolso en el Subsidio Único al Empleo para empleadores (ahorro para el fisco, pues quien usa el crédito no puede acceder simultáneamente al SUE). Columna (3): efecto estimado del crédito al empleo sobre la recaudación indirecta, derivado del mayor crecimiento económico inducido por el instrumento; cifras positivas indican mayor recaudación.

Fuente: Tablas 7, 8 y 12 del Informe Financiero de DIPRES asociado al PdL

En síntesis, el Crédito Tributario al Empleo busca revertir parte del aumento en los costos de contratación formal mediante un incentivo focalizado en trabajadores de menores ingresos, con el objetivo de estimular la creación y preservación de empleo formal. Dada la magnitud de sus efectos esperados sobre el mercado laboral y el elevado costo fiscal proyectado, resulta relevante examinar la evidencia internacional disponible respecto de instrumentos similares y los resultados que han generado en otros países.

Experiencia Internacional

Para contextualizar la propuesta chilena, se revisan tres experiencias internacionales de reducción de costos laborales para los empleadores. Primero, Francia, donde el CICE constituye el antecedente más cercano al diseño del proyecto de ley; luego, Suecia y Finlandia, que optaron por reducir las cotizaciones patronales; y finalmente Colombia, cuyo mercado laboral presenta similitudes relevantes con el chileno. Estos casos permiten extraer lecciones sobre la efectividad de estas políticas y los factores que condicionan sus resultados.

Francia – CICE (2013–2018): el diseño más similar al PdL

Entre 2013 y 2018, Francia implementó el Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE), un crédito tributario calculado como un porcentaje de la masa salarial de trabajadores que

ganaban hasta 2,5 veces el salario mínimo. La tasa del crédito fue del 4 % en 2013, subió al 6 % entre 2014 y 2016, y llegó al 7 % en 2017. En términos de diseño, el CICE es el programa extranjero más similar al crédito que propone el PdL chileno, ya que, en ambos casos la empresa recibe un descuento sobre sus impuestos corporativos —no una reducción directa de cotizaciones de seguridad social—, el beneficio está acotado a trabajadores de sueldos bajos y medios, y además, el objetivo explícito es reducir el costo laboral para incentivar la contratación formal.

Cuando se diseñó, el CICE no contemplaba una fecha de término del beneficio. A su vez, aplicaba a todas las empresas con trabajadores dentro del umbral contemplado, se recibía el mismo porcentaje sobre los sueldos hasta el umbral, y por encima de éste el crédito simplemente desaparecía generando una discontinuidad en el costo laboral justo en ese nivel de sueldo. El crédito chileno, en cambio, se reduce de forma lineal entre 7,8 y 12 UTM, evitando ese problema. El CICE tuvo un impacto fiscal relevante, representó aproximadamente un 0,8 % del PIB francés en 2015 (tercer año de implementación), y para compensar el costo, se tomaron medidas que afectaron a los hogares como aumentos del IVA.

La evidencia más importante sobre el impacto del CICE proviene de Carbonnier, Malgouyres, Py y Urvoy (2022), quienes utilizan datos administrativos de Francia para estimar la incidencia del programa a nivel de firma. Sus resultados son relevantes en dos dimensiones. Primero, el CICE no tuvo efecto discernible sobre el empleo a nivel de empresa. Segundo, si bien cerca de la mitad del subsidio fiscal terminó trasladándose a los trabajadores en forma de mayores salarios, este traspaso ocurrió exclusivamente a través de un mecanismo que benefició a los trabajadores de alta calificación y con mayor poder de negociación. Los trabajadores de bajos salarios, prácticamente la totalidad de los elegibles según el umbral del programa, no vieron incrementos en sus remuneraciones. En otras palabras, el CICE no llegó a quienes pretendía favorecer, aumentó la desigualdad salarial dentro de las empresas al elevar las remuneraciones del grupo no objetivo, mientras que las del grupo objetivo permanecieron sin cambios, además de no existir efectos en la contratación del grupo objetivo.

Si bien el CICE francés constituye el antecedente internacional más cercano al crédito tributario propuesto en Chile, existen diferencias relevantes en su diseño que pueden influir en sus efectos sobre el empleo y los salarios. La Tabla N°2 resume las principales características de ambos instrumentos.

Tabla N°2: Diseño comparado: CICE (Francia) vs Crédito Tributario al Empleo

Característica	CICE	Propuesta PdL
	(Francia, 2013–2018)	Chile
Tipo de instrumento	Crédito tributario corporativo	Crédito tributario corporativo
Tasa del crédito	4–7 % sobre masa salarial	13 % a 16,5 % del sueldo mensual individual
Umbral salarial	$\leq 2,5 \times$ salario mínimo	$\leq 7,8$ UTM; se elimina linealmente hasta 12 UTM
Discontinuidad umbral	Sí (extinción abrupta en el umbral)	No (eliminación lineal y gradual)
Efecto documentado en empleo	Sin efecto discernible en empleo (Carbonnier et al., 2022)	Por evaluar

Fuente: Elaboración propia en base a Carbonnier et al. (2022) y PdL

Suecia y Finlandia: subsidio a las cotizaciones por el lado del empleador

Una distinción conceptual importante que separa los programas nórdicos del CICE francés y del crédito chileno es que mientras estos últimos son créditos contra el impuesto a la renta corporativo, Suecia y Finlandia optaron por reducir el costo para el empleador de las cotizaciones de seguridad social. Son mecanismos distintos ya que una reducción de cotizaciones disminuye el costo por trabajador de manera inmediata, en cada período de pago de remuneraciones; un crédito tributario, en cambio, se materializa al momento de liquidar impuestos anuales o al reducir los pagos provisionales mensuales. Esta diferencia de timing puede ser relevante para el comportamiento de las empresas, especialmente las más pequeñas con menor acceso a financiamiento o con restricciones de liquidez. Asimismo, una reducción de cotizaciones beneficia por igual a empresas con y sin utilidades, mientras que un crédito tributario solo puede aprovecharse plenamente cuando existen utilidades e impuestos contra los cuales imputarlo.

En Suecia, entre 2007 y 2015, el gobierno redujo las cotizaciones para trabajadores menores de 26 años. Entre 2007 y 2009 la tasa bajó desde un 32,4 % a un 15,5 % del salario bruto de ese grupo, con el objetivo de disminuir el desempleo juvenil. Egebark y Kaunitz (2018) estiman que la medida aumentó el empleo juvenil en aproximadamente 1,8 % a 2,5 % relativo a aquellos fuera de este grupo, un efecto positivo, pero moderado dado el costo fiscal involucrado (en torno al 155.000 USD por trabajo creado).

Un análisis posterior de Saez, Schoefer y Seim (2019) confirma que el programa fue efectivo para reducir el desempleo juvenil. También señalan que firmas intensivas en empleo juvenil se expandieron luego de la reforma (más fuerte en firmas con restricciones de liquidez), y también, las firmas intensivas en empleo juvenil aumentaron en promedio los salarios para todos los tramos etarios, repartiendo las rentas de la reforma. Si bien, fue efectivo el programa en su objetivo, el gobierno sueco derogó la medida en 2015 ante la evidencia de que el costo por empleo generado

era demasiado alto en relación con el beneficio obtenido.

Finlandia ofrece dos experiencias complementarias sobre los efectos de los subsidios en cotizaciones de seguridad social. Huttunen, Pirttilä y Uusitalo (2012) evalúan un subsidio de cotizaciones dirigido a empleadores de trabajadores mayores de 55 años a jornada completa y de bajos salarios, vigente entre 2006 y 2010, y concluyen que el programa no tuvo ningún efecto sobre las tasas de empleo ni sobre los salarios —el subsidio fue absorbido íntegramente por las firmas, con un leve aumento en las horas trabajadas entre quienes ya estaban empleados. Benzarti y Harju (2021) analizan recortes regionales en cotizaciones previsionales en zonas económicamente deprimidas del norte y este de Finlandia, y obtienen resultados diferenciados según el ciclo económico. En períodos normales, los efectos sobre el empleo y los balances de las firmas fueron limitados, pero durante la crisis de 2008, las firmas beneficiadas mostraron significativamente menor destrucción de empleo, especialmente las más restringidas en liquidez y con mayor participación de trabajadores de bajos salarios. La evidencia finlandesa sugiere que este tipo de instrumentos puede ser poco efectivo para crear empleo en condiciones normales, pero sí útil para protegerlo frente a shocks adversos.

Colombia: el mercado laboral más parecido a Chile

Colombia ofrece quizás la analogía más relevante desde el punto de vista del mercado laboral. Al igual que Chile, Colombia enfrenta un mercado de trabajo con una fracción importante de empleo informal y presiones recurrentes sobre el costo de contratar trabajadores formales. Esta estructura —en la que la informalidad opera como alternativa al empleo formal cuando los costos laborales suben— hace que la respuesta del empleo formal ante cambios en el costo laboral sea potencialmente mayor que en economías europeas con mercados de trabajo más formalizados.

En 2012, Colombia aprobó la Ley 1607, que redujo en 13,5 puntos porcentuales ciertas cotizaciones previsionales asociadas al empleo formal —particularmente aquellas destinadas a capacitación laboral, bienestar familiar y salud— para trabajadores con remuneraciones de hasta 10 salarios mínimos y para trabajadores por cuenta propia con al menos dos empleados. La reforma fue acompañada por la creación del impuesto CREE, aplicado sobre las utilidades empresariales, con el objetivo de reemplazar el financiamiento de los programas beneficiados por la reducción de cotizaciones. El mecanismo es diferente al crédito que propone el PdL chileno —en Colombia se trató de una reducción directa de cotizaciones sobre la nómina, no de un crédito contra el impuesto a la renta—, pero la lógica económica era similar, en cuanto pretendía abaratar el costo de contratar trabajadores de ingresos bajos y medios en el sector formal.

La evidencia sobre los efectos de la Ley 1607 es relativamente favorable en comparación con la observada en Francia y los países nórdicos. Kugler, Kugler y Herrera-Prada (2017) encuentran que la reducción de las cotizaciones previsionales impulsó la formalización laboral, especialmente entre trabajadores de menores ingresos y en empresas pequeñas. Los resultados muestran un aumento en la probabilidad de contar con contrato formal y de cotizar a la seguridad social, además de una mayor transición desde empleos informales hacia empleos registrados. Los autores sugieren que estos efectos pueden explicarse, en parte, por el amplio margen de formalización

existente en Colombia antes de la reforma. Este argumento resulta relevante para Chile debido a que, aunque la informalidad es considerablemente menor que en Colombia, aún existe espacio para mejorar la calidad del empleo mediante una mayor formalización, particularmente en sectores intensivos en informalidad.

Conclusión

De la experiencia internacional revisada emergen tres conclusiones relevantes para el diseño del crédito chileno. La primera es que los instrumentos de apoyo al empleo por el lado del empleador —ya sean créditos tributarios o reducciones de cotizaciones— tienden a generar efectos modestos en economías con mercados laborales relativamente formalizados. El caso francés, el más parecido en diseño al PdL, ilustra este patrón con mayor nitidez. A pesar de un costo cercano a €20.000 millones anuales (~0,8 % del PIB en 2015), el CICE no tuvo efecto discernible sobre el empleo y el beneficio no llegó a los trabajadores de bajos salarios que el programa pretendía favorecer (Carbonnier et al., 2022).

La segunda conclusión es que los efectos son mayores cuando existe una base amplia de informalidad que el instrumento puede movilizar hacia el sector formal, en otras palabras, dado que hay mucho que ganar, el rendimiento marginal es más elevado. Colombia es el ejemplo más pertinente, ya que su alta informalidad amplificó el impacto de la reducción de costos laborales. Esta condición es relevante para Chile dado que su nivel de informalidad es menor que el de Colombia, pero mayor que el de Francia, Suecia y Finlandia, situación que sugiere que los efectos podrían situarse en un punto intermedio. Los sectores más intensivos en informalidad y con sueldos bajo 7,8 UTM serían los más sensibles al incentivo.

La tercera conclusión es que el éxito del instrumento depende en parte de si las empresas responden aumentando el empleo formal o absorben el crédito como mayor margen. La evidencia francesa sugiere que buena parte del beneficio tiende a traducirse en alzas salariales —especialmente para trabajadores calificados, a través de mecanismos de reparto de rentas— sin traducirse necesariamente en nuevas contrataciones. En el contexto chileno, con una tasa de desempleo en torno al 9 % y una base de trabajadores informales que podrían formalizarse, existe mayor potencial de que el crédito efectivamente genere empleo formal neto, aunque la evidencia disponible no permite anticipar con precisión la magnitud del efecto.

La cuarta conclusión es que el elevado costo fiscal de estos instrumentos obliga a evaluar sus resultados en términos de costo-beneficio y no únicamente por sus efectos sobre el empleo. La experiencia internacional muestra que, salvo en Colombia, los beneficios observados tendieron a ser modestos en relación con los recursos comprometidos. En Francia, el programa implicó un costo fiscal elevado sin efectos discernibles sobre el empleo; en Suecia, fue finalmente derogado debido a su alto costo por puesto de trabajo generado; y en Finlandia, los resultados fueron, en promedio, limitados o nulos. Esto sugiere que, para justificar fiscalmente una política de esta naturaleza, los efectos sobre el empleo formal y los salarios deben ser suficientemente significativos como para compensar el costo fiscal que representa.

Referencias

Benzarti, Y., & Harju, J. (2021). Can payroll tax cuts help firms during recessions? *Journal of Public Economics*, 200, 104472.

Carbonnier, C., Malgouyres, C., Py, L., & Urvoy, C. (2022). Who benefits from tax incentives? The heterogeneous wage incidence of a tax credit. *Journal of Public Economics*, 206, 104577.

Egebark, J., & Kaunitz, N. (2018). Payroll taxes and youth labor demand. *Labour Economics*, 55, 163–177.

Gobierno de Chile. (2026). *Proyecto de Ley para la Reconstrucción Nacional y el Desarrollo Económico y Social* (Mensaje Presidencial N° 018-374). Santiago, Chile.

Huttunen, K., Pirttilä, J., & Uusitalo, R. (2013). The employment effects of low-wage subsidies. *Journal of Public Economics*, 97, 49–60.

Kugler, A., Kugler, M., & Herrera-Prada, L. O. (2017). Do payroll tax breaks stimulate formality? Evidence from Colombia's reform (Working Paper No. 23308). *National Bureau of Economic Research*.

Saez, E., Schoefer, B., & Seim, D. (2019). Payroll taxes, firm behavior, and rent sharing: Evidence from a young workers' tax cut in Sweden. *American Economic Review*, 109(5), 1717–1763.

TEMA DE ANÁLISIS

Desafíos en la Implementación de la Reforma
de Pensiones



Cecilia Cifuentes
Directora CEF ESE Business School
Universidad de Los Andes

junio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. A más de un año de la aprobación de la reforma previsional, comienzan a observarse avances y desafíos asociados a su implementación. La reforma buscó mejorar pensiones, fortalecer la legitimidad del sistema, incorporar mecanismos de solidaridad y aumentar la competencia en la industria. Sin embargo, varios de sus efectos estructurales dependen de cambios que se materializarán gradualmente durante los próximos años.

Avances observados

- Las pensiones dejaron de figurar entre las principales preocupaciones ciudadanas.
- El aumento de las pensiones recientes proviene principalmente del aporte estatal.
- La PGU y el Seguro Social fortalecieron el componente solidario del sistema.
- La reforma incorporó incentivos para aumentar años cotizados y postergar retiros.
- Se inició la transición hacia una nueva organización industrial previsional.

Desafíos de implementación

- La densidad de cotizaciones continúa mostrando avances limitados.
- La edad efectiva de jubilación aumenta menos que la esperanza de vida.
- El mayor costo laboral podría afectar formalidad y creación de empleo.
- La transición a fondos generacionales exige una ejecución regulatoria compleja.
- Persisten riesgos asociados al diseño de licitaciones y carteras de referencia.

Conclusión. La reforma previsional muestra avances en legitimidad social y fortalecimiento de los beneficios solidarios, aunque sus efectos sobre el ahorro individual aún son limitados. Los principales desafíos parecen concentrarse en aumentar la densidad de cotizaciones, adaptar gradualmente la edad de jubilación a los cambios demográficos y ejecutar adecuadamente las transformaciones institucionales contempladas en la nueva normativa.

Desafíos en la Implementación de la Reforma de Pensiones

Objetivos de la reforma previsional

La Ley N° 21.735, promulgada el 26 de marzo de 2025, fue diseñada con un conjunto amplio de propósitos que trascienden el mero ajuste paramétrico del sistema de capitalización individual. Según el Mensaje N° 180-370 que dio inicio al proceso legislativo en noviembre de 2022, los objetivos centrales de la reforma son los siguientes:

- Aumentar las pensiones actuales y futuras.
- Avanzar hacia un sistema mixto, combinando capitalización individual, PGU y Seguro Social.
- Incorporar solidaridad previsional, especialmente vía Seguro Social y compensación a mujeres por sus mayores expectativas de vida.
- Reducir riesgos individuales excesivos, en particular los asociados a longevidad, lagunas previsionales y baja densidad de cotizaciones.
- Dar mayor legitimidad social al sistema de pensiones.
- Reforzar la libertad de elección de los afiliados.
- Mejorar la eficiencia, competencia y transparencia en la industria previsional.

El sistema resultante descansa en tres pilares complementarios: el ahorro individual de cada trabajador en su cuenta de capitalización, el aporte solidario del Estado a través de la Pensión Garantizada Universal (PGU), y el nuevo Seguro Social financiado con cargo a los empleadores, que incluye un beneficio por años cotizados y una compensación por expectativa de vida para las mujeres.

Veremos que se han producido avances en los cinco primeros objetivos mencionados, relativos principalmente a lograr mejores pensiones en el corto y mediano plazo. Los dos últimos están aún en proceso, y presentan riesgos, como veremos más adelante.

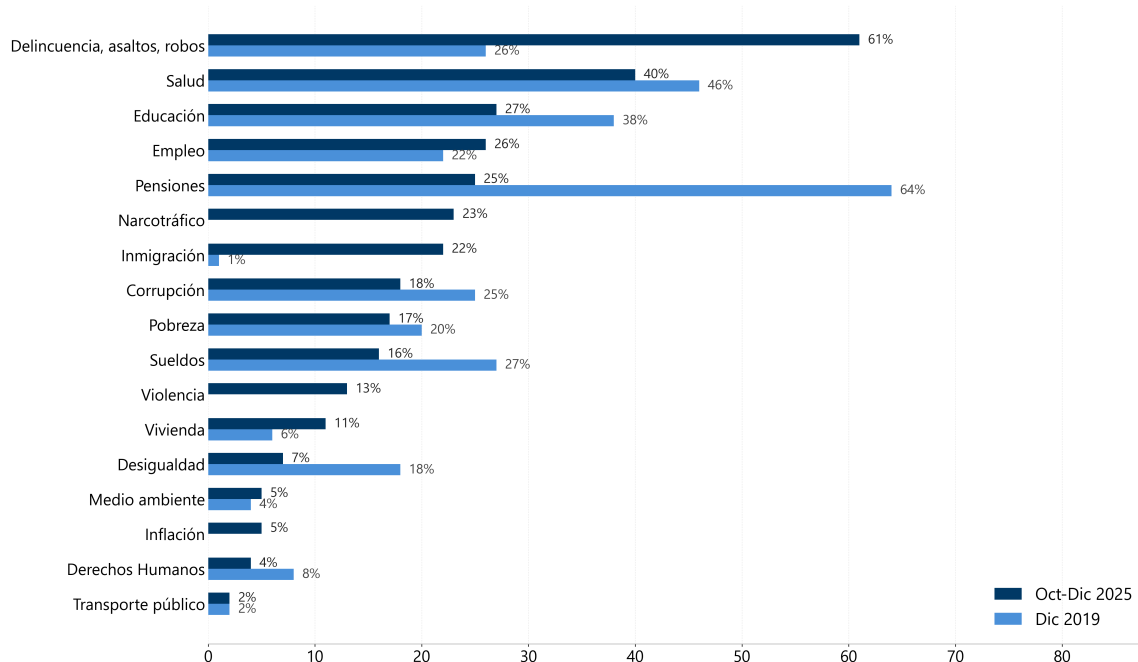
Legitimidad social: las pensiones dejan de ser el principal problema

Uno de los objetivos más explícitamente políticos de la reforma era restaurar la confianza ciudadana en el sistema previsional. La evidencia de la Encuesta CEP sugiere que este objetivo se ha cumplido en términos relativos, aunque con matices importantes.

En diciembre de 2019, en pleno estallido social, las pensiones encabezaban la lista de problemas que la ciudadanía consideraba más urgentes para el Gobierno: un 64 % de los encuestados las mencionaba entre sus tres prioridades. Seis años más tarde, en la encuesta de septiembre-octubre de 2025, las pensiones han caído al cuarto lugar, con solo un 25 % de menciones. El

problema que hoy concita mayor preocupación ciudadana es la delincuencia, con un 61 %, seguido por la salud (40 %) y la educación (27 %), como podemos ver en el siguiente gráfico:

Gráfico N°1: Encuesta CEP – Problemas prioritarios para la población



Fuente: CEP Chile

Este desplazamiento no implica que las pensiones hayan dejado de importar, sino que la reforma logró reducir su urgencia percibida. Es probable que la ampliación de la PGU –cuyo monto fue aumentado a \$250.000 con carácter gradual– y la creación del Seguro Social hayan contribuido a generar esta percepción de avance.

Evolución de las pensiones: el rol del aporte solidario del Estado

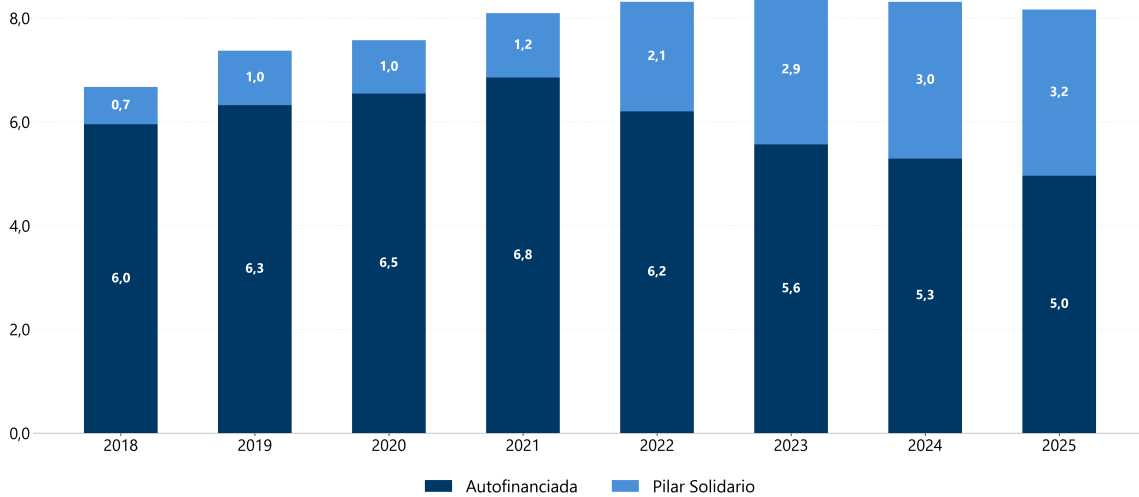
Los datos de la Superintendencia de Pensiones permiten rastrear la evolución entre 2018 y 2025 del monto de pensión total –que incluye tanto el componente autofinanciado como el aporte solidario del Estado– y del componente autofinanciado por sí solo. El hallazgo más significativo es que la pensión total ha experimentado una mejora real en el período, pero dicha mejora se explica fundamentalmente por el crecimiento del aporte estatal y no por un aumento en la pensión que los trabajadores logran autofinanciar con sus propios ahorros.

La pensión autofinanciada, medida en UF, ha mostrado una evolución más modesta, e incluso ha caído en términos relativos para ciertos grupos. Esto refleja en forma directa el daño que generaron los retiros extraordinarios de fondos de pensiones durante la pandemia. Millones de afiliados llegaron a la jubilación con saldos significativamente menores a los que hubieran acumulado de no haber retirado. La reforma no resuelve este daño estructural; solo lo atenúa mediante el pilar solidario.

El aumento de la tasa de cotización en 6 puntos porcentuales adicionales de cargo del em-

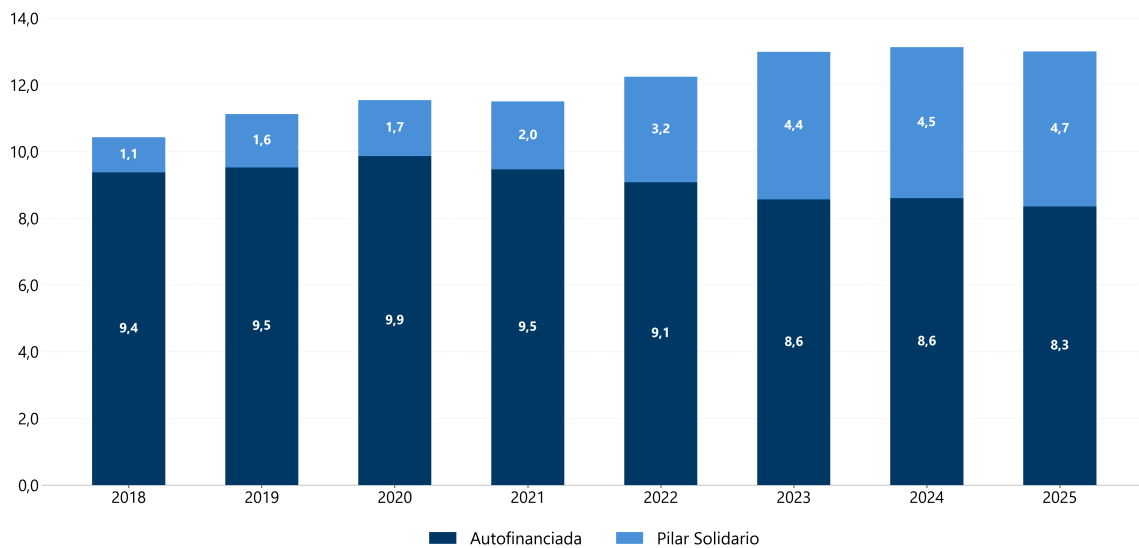
pleador, implementado de manera gradual en nueve años a partir de 2025, debería contribuir a mejorar la densidad y el nivel de ahorro acumulado a futuro. Sin embargo, sus efectos sobre las pensiones corrientes son, por definición, de largo plazo.

Gráfico N°2: Pensión Femenina Promedio



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Gráfico N°3: Pensión Masculina Promedio



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

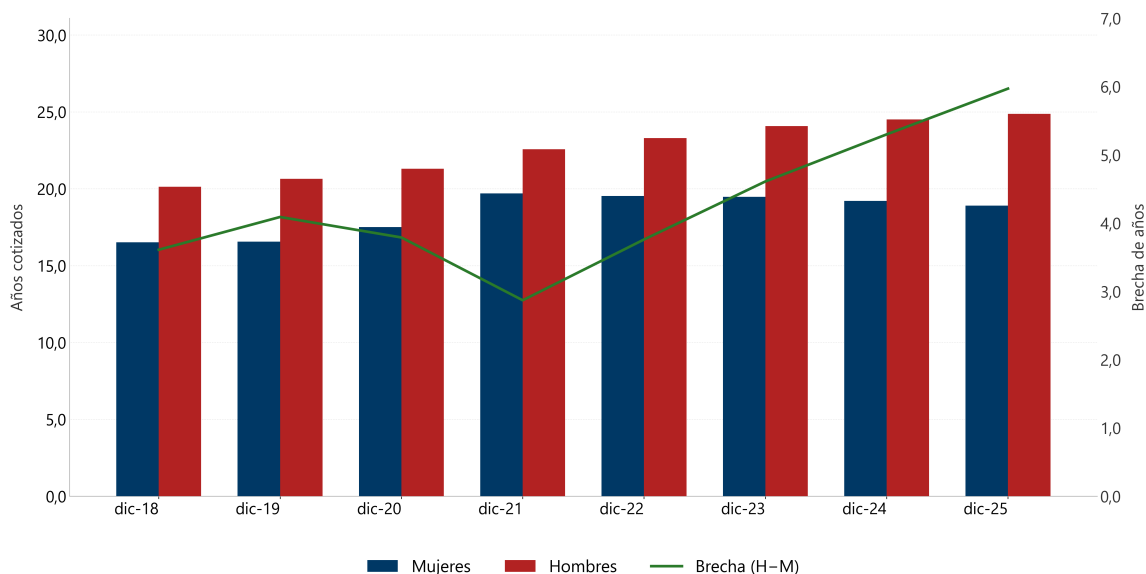
Densidad de cotizaciones: avance insuficiente

Uno de los objetivos explícitos de la reforma es reducir los riesgos individuales asociados a las lagunas previsionales y la baja densidad de cotizaciones. Los datos de la Superintendencia de Pensiones muestran, sin embargo, que la densidad promedio de cotizaciones ha subido muy poco en el período reciente, y lo ha hecho de manera desigual por género ya que el avance ha sido algo mayor para los hombres que para las mujeres.

Esta situación es relevante por dos razones. Primera, una densidad de cotización baja reduce directamente la pensión autofinanciada, lo que aumenta la dependencia del pilar solidario y, por tanto, el gasto fiscal estructural del sistema. Segunda, la ampliación de la cobertura previsional —objetivo implícito de la reforma— no se logrará simplemente aumentando las tasas de cotización de quienes ya cotizan, sino incorporando al sistema a quienes trabajan en la informalidad o tienen empleos discontinuos.

La persistencia de baja densidad de cotizaciones, especialmente en mujeres, refuerza la necesidad de políticas complementarias a la reforma como por ejemplo la reducción de la informalidad laboral, subsidios al empleo formal para trabajadores de menores ingresos, y mecanismos de cotización para trabajadores independientes que hoy no aportan al sistema.

Gráfico N°4: Densidad Promedio de Cotizaciones



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

La gran tarea pendiente: la edad de jubilación

Chile mantiene una edad legal de jubilación de 60 años para las mujeres y 65 para los hombres —la de mujeres, la más baja de la OCDE—, en un contexto en que la esperanza de vida ha aumentado de manera sostenida y la proporción de adultos mayores sobre la población activa crece aceleradamente. Esta combinación genera una presión estructural sobre el sistema previsional,

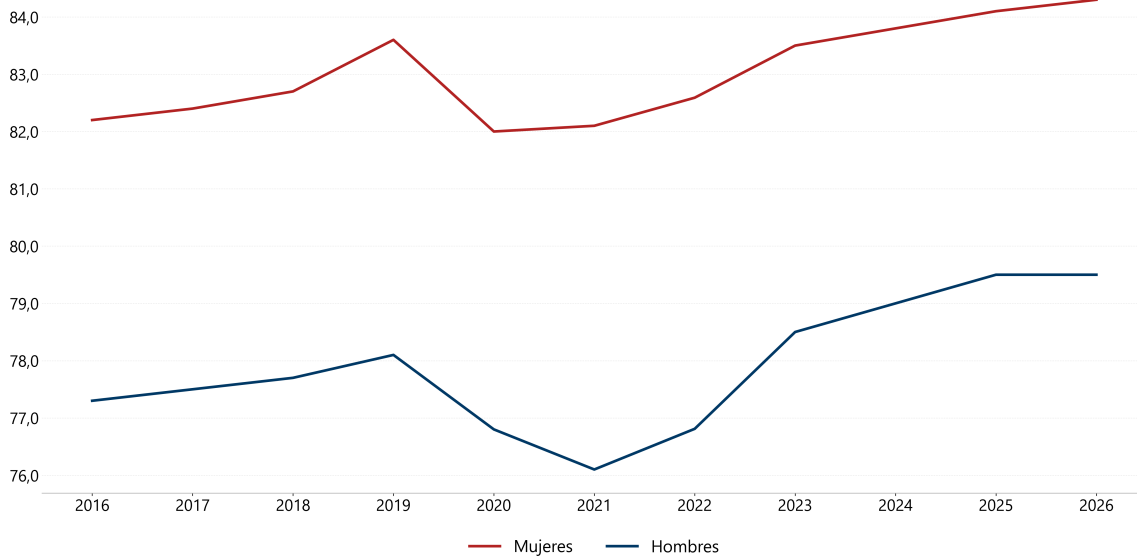
ya que aumentan los años que se deben financiar con un stock de ahorro previsional constante. Por otra parte, el menor crecimiento demográfico, junto con el cambio de composición de la población, puede implicar también un menor crecimiento de tendencia, lo que genera un menor crecimiento de remuneraciones y del retorno de los ahorros.

Los datos confirman que los incentivos existentes a postergar la jubilación muestran escaso impacto. La creación del Pilar Solidario en 2008 —con beneficios a partir de los 65 años— y la PGU —que no requiere la jubilación para acceder al beneficio— no parecen haber generado estímulos a mantenerse en el mercado laboral formal.

La reforma aprobada en enero de 2025 trató de promover la prolongación de la vida activa por dos vías. La primera es la compensación de expectativas de vida para las mujeres, el llamado “bono tabla”, que entrega un beneficio monetario a las mujeres, que crece en la medida en que acerquen su edad de jubilación a la masculina, incentivando por ende la postergación de la jubilación femenina. Los datos muestran que hasta ahora ha tenido escaso impacto, posiblemente por falta de difusión del beneficio. La segunda vía de incentivo es el beneficio por años cotizados, que debería fomentar mayor densidad para obtener el beneficio máximo de 2,5 UF por 25 años de cotizaciones, y podría postergar la jubilación de personas que a la edad legal de pensión aun no cumplen con los 25 años. Sin embargo, este bono pierde efectividad una vez que el trabajador ha acumulado los 25 años de cotizaciones exigidos para el beneficio pleno antes de la edad legal. En este caso, genera el efecto contrario, ya que, si se posterga la jubilación, se pierde el pago del beneficio durante ese período de postergación. Este es un aspecto que sería de fácil solución, y sin costo fiscal adicional, si el bono se pagara de todas formas, como un monto de ahorro adicional a la cuenta de capitalización individual.

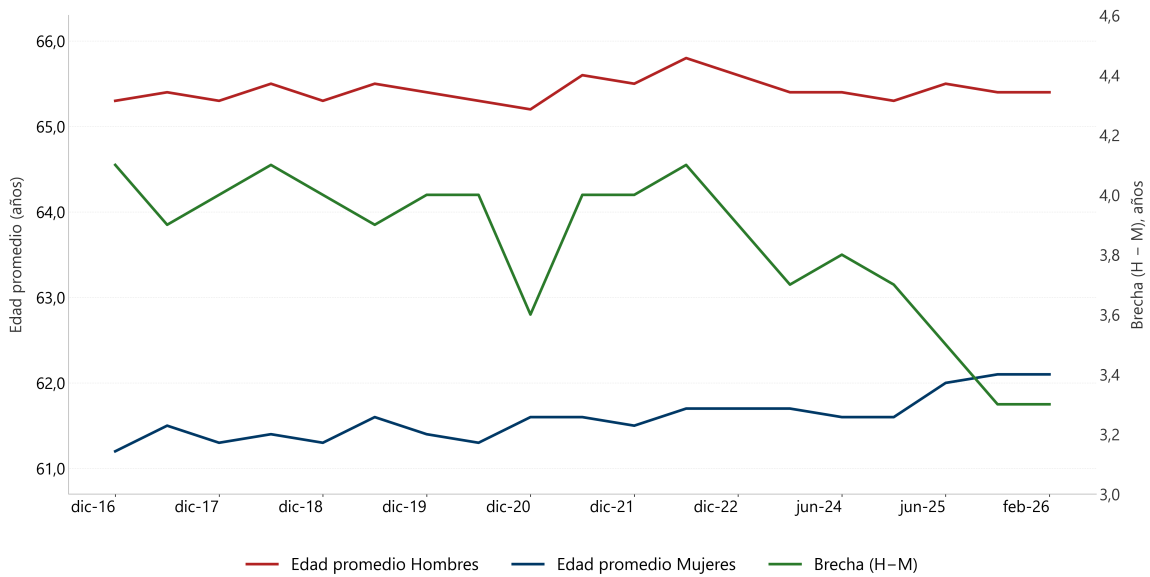
Los siguientes gráficos muestran la evolución de las expectativas de vida y la edad promedio ponderada de jubilación para la última década. Puede verse que esta última ha aumentado, pero menos de lo que ha subido la esperanza de vida.

Gráfico N°5: Esperanza de Vida (años)



Fuente: INE. Elaboración CEF

Gráfico N°6: Edad Promedio de Jubilación



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Frente a lo anterior, algunas opciones de política pública que podrían contribuir a aminorar el problema son las siguientes:

- Subir de manera gradual la edad legal de jubilación para las generaciones más jóvenes, anunciando el cambio con suficiente anticipación.
- Postergar gradualmente la edad a la que se otorga la PGU, de modo que los incentivos del pilar solidario estén alineados con mayor permanencia en el mercado laboral.

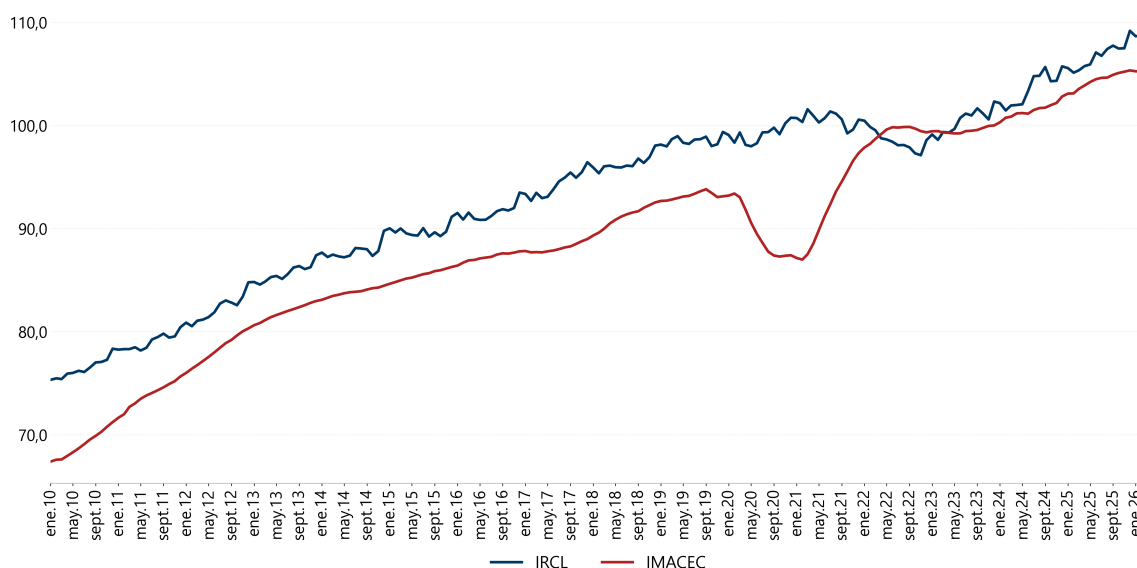
- Fortalecer la difusión del bono tabla y de los beneficios por años cotizados, para que los afiliados puedan tomar decisiones informadas.
- Revisar los incentivos de los asesores previsionales para incorporar la postergación como opción recomendable cuando es financieramente conveniente.

Mayores costos laborales y formalidad

El problema

El principal riesgo macroeconómico de la reforma radica en el aumento de los costos laborales para empleadores. La cotización adicional de 6,5 puntos porcentuales¹ se implementa de manera gradual en nueve años y recae íntegramente sobre los empleadores. En un mercado laboral con alta informalidad, este encarecimiento del costo laboral puede generar menor creación de empleo formal, mayor desempleo, mayor evasión previsional y presión a la baja sobre los salarios líquidos. Los datos de años recientes muestran que el Índice Real de Costo Laboral ha subido a una velocidad mayor que el IMACEC, como muestra el siguiente gráfico:

Gráfico N°7: Índice Real de Costo Laboral e IMACEC (2023 = 100)



Fuente: BCCH. Elaboración CEF

Una propuesta de ajuste

Una forma de aliviar esta presión de costos laborales, que se suma a la reducción de jornada y al fuerte aumento del salario mínimo en años recientes, sería que aquel aumento de cotización que va a las cuentas individuales sea de cargo del trabajador. Dado que la elasticidad de oferta de trabajo suele ser menor que la elasticidad de demanda, en la práctica la carga de la cotización en

¹En régimen (año 9), 4,5 puntos de cotización adicionales van a las cuentas de capitalización individual, 1,5 puntos se destinan al préstamo con rentabilidad protegida y 2,5 puntos van al Seguro Social. De este total de 8,5 puntos, cerca de 2 puntos ya cotizaban los empleadores para financiar el Seguro de Invalidez y Supervivencia.

el mediano plazo cae en mayor proporción en los trabajadores. Sin embargo, si la cotización es de cargo del empleador, el trabajador lo paga a través de mayor informalidad y desempleo, mientras que cuando es de cargo del trabajador, el impacto es directo hacia menor sueldo líquido. Esto último resulta menos perjudicial, sobre todo porque esa parte de la cotización no es un impuesto, sino mayor ahorro en su cuenta individual.

Esta modificación reduciría el costo laboral para los empleadores sin alterar el monto total de recursos que ingresa al sistema previsional. Tiene además un beneficio fiscal bastante significativo. Según el Informe Financiero de la reforma, atenuar el aporte previsional de los empleadores generaría en régimen un ahorro para el Gobierno Central del orden de US\$ 1.300 millones anuales, derivado del menor costo laboral y la mayor recaudación del impuesto a la renta, producto de menores costos laborales en las empresas, a lo que se sumaría la reducción de costos en instituciones descentralizadas del Estado.

Cambios en la organización industrial: reformas y riesgos

El diagnóstico y las reformas

La reforma introduce cambios sustantivos en la organización industrial de las AFPs, orientados a corregir dos problemas que formaron parte de un diagnóstico bastante consensuado a nivel político:

- Una competencia insuficiente en comisiones, producto de la inercia de los afiliados frente a diferencias de precio entre administradoras.
- Una política de inversiones subóptima, resultado de una regulación excesivamente prescriptiva a través de límites de inversión y de los problemas generados por los cambios masivos de cartera en el esquema de multifondos.

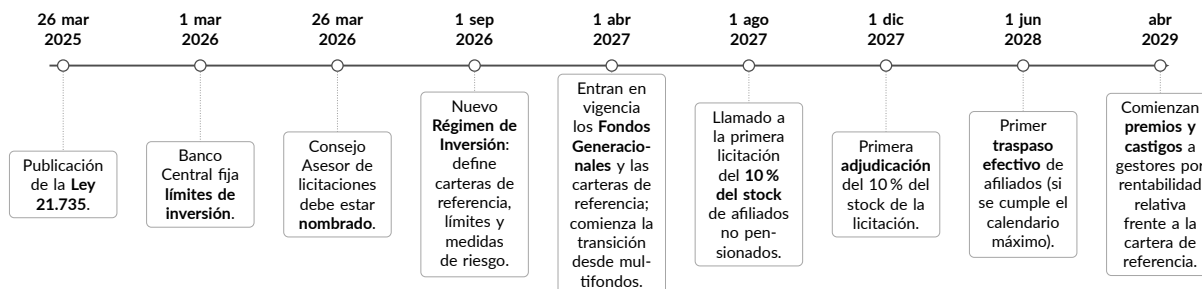
Frente a lo anterior, las modificaciones más importantes fueron tres:

- Licitación bianual del 10 % del stock de afiliados no pensionados.
- Reemplazo de los multifondos por fondos generacionales organizados por ciclo de vida.
- Un sistema de premios y castigos a las administradoras en función del desempeño de sus inversiones respecto de una cartera de referencia.

Los riesgos de implementación

El calendario establecido por la ley es particularmente exigente en cuanto la publicación del nuevo Régimen de Inversión es en septiembre de 2026, la transición a fondos generacionales en abril de 2027, la primera licitación en diciembre de 2027 y el traspaso de afiliados en junio de 2028. El esquema de premios y castigos comenzará a operar en abril de 2029. El siguiente esquema muestra los meses en que se deben implementar los cambios:

Gráfico N°8: Calendario de implementación de la reforma previsional



Fuente: Ley N° 21.735. Elaboración CEF

Los riesgos de este proceso son múltiples:

- El anuncio anticipado del cambio de carteras de inversión puede inducir comportamiento estratégico de agentes del mercado que deteriore el valor de los activos de los fondos en el período de transición.
- Un benchmark excesivamente rígido llevaría a que la política de inversiones quede determinada en la práctica por la autoridad regulatoria, anulando la diversificación de estrategias.
- La licitación del stock de afiliados genera incertidumbre sobre la permanencia de los afiliados, lo que desincentiva la inversión en activos alternativos de largo plazo.
- Los plazos son muy exigentes y una implementación deficiente del régimen de inversión o de las carteras de referencia puede dañar la rentabilidad de los fondos justo cuando la reforma necesita demostrar resultados.

Conclusiones

Del análisis de la reforma y su implementación se desprenden las siguientes conclusiones:

- La reforma de pensiones ha logrado parcialmente sus objetivos principales. La legitimidad social del sistema ha mejorado; las pensiones ya no encabezan la lista de prioridades ciudadanas. Sin embargo, los avances en materia de ahorro individual son aún limitados.
- La mejora en pensiones se explica por la PGU, no por el ahorro individual, evidenciando el daño que generaron los retiros extraordinarios de la pandemia. Esta dependencia del pilar solidario plantea un riesgo fiscal de largo plazo.
- La edad de jubilación es la gran omisión de la reforma y debería corregirse. La combinación de baja edad legal, alta esperanza de vida y pocos años cotizados genera una presión estructural sobre las tasas de reemplazo que la reforma no aborda.

- Los incentivos a postergar la edad de jubilación muestran escaso impacto hasta ahora. El llamado bono tabla tiene baja difusión, y el beneficio por años cotizados pierde efectividad para quienes ya cumplieron los 25 años de cotizaciones a la edad legal de retiro.
- La densidad de cotizaciones ha subido muy poco, más para los hombres que para las mujeres. Esto limita el impacto de la reforma en el fortalecimiento del ahorro individual y pone de relieve la necesidad de políticas complementarias de formalización laboral.
- El mayor costo laboral amenaza la formalidad, que es el objetivo que más importa a largo plazo. Esta distorsión podría aminorarse reclasificando parte del aumento de cotización como ahorro de cargo del trabajador, generando además un ahorro fiscal del orden de US\$ 1.300 millones en régimen.
- Los cambios a la organización industrial apuntan correctamente a los objetivos de la reforma, pero la implementación genera riesgos considerables. Los plazos son muy exigentes y los riesgos asociados al cambio de carteras, al diseño del benchmark y a la licitación de afiliados requieren atención regulatoria cuidadosa.

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES



junio 2026

MODIFICACIONES LEGALES JUNIO

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 TRIBUTARIA – Impuestos Junio

Informe preparado por Hernán Fontaine y Ana María Severin

30 DE JUNIO

- **VENCIMIENTO:**

Cuota 2 de contribuciones

Cuota 2 sobretasa de bienes inmuebles (7 bis)

Declaración jurada sobre operaciones en el exterior
(respecto del cierre al 31-dic-2025)

Declaración jurada sobre trust

Declaración jurada sobre archivo maestro o master
file para Grupo de Empresas Multinacionales

Declaración jurada anual sobre endeudamiento en el exterior

BOOK REVIEW

El triunfo del dinero. Cómo las finanzas
mueven el mundo



junio 2026

“El triunfo del dinero. Cómo las finanzas mueven el mundo”

Ángel Soto

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

“Plata, pasta, guita, efectivo, cuartos, vil metal, parné, pelas, peculio, recursos... da igual como se le llame: el dinero es importante”. Así, con esa enumeración abre Niall Ferguson un libro que se propone una tarea inmensa: contar la historia de “cómo las finanzas mueven el mundo”. Para los cristianos —dice el autor— el apego al dinero es la raíz de todo mal; para los generales, el nervio vital de la guerra; para los revolucionarios, las cadenas del trabajo. Pocas veces un objeto tan cotidiano ha cargado con tantos significados contradictorios, y en esa tensión es donde se centra el relato del libro.

Ferguson, historiador escocés y uno de los intelectuales más influyentes y lúcidos de la actualidad, publicó *El triunfo del dinero* en 2008, en plena tormenta financiera global. Lejos de envejecer, el texto mantiene una vigencia incómoda: lo que entonces parecía diagnóstico de coyuntura hoy se lee como advertencia que perdura. Inteligente, deslumbrante, oportuno, fueron algunas de las calificaciones que recibió de la crítica; como observó Bill Emmott en el *Financial Times*, las subidas, bajadas, triunfos, desastres y burbujas son la esencia misma de esta historia. Incluso más, hay quienes sostienen que, junto al dinero, “el comercio es uno de los motores de la historia”.

El recorrido es ambicioso y arranca en la antigua Babilonia para llegar hasta el presente. Es la historia del paso del metal al papel, del trueque a la institución bancaria, del nacimiento del crédito y la fluctuación de los tipos de interés. Por sus páginas desfilan los bonos y los bonistas, las burbujas bursátiles y sus lecciones, el seguro como manera de protegerse del riesgo, la inversión inmobiliaria, el surgimiento de los mercados de valores e incluso la conexión, menos obvia, entre economía y arte. Los títulos de los capítulos —“Sueños de avaricia”, “De bonos y bonistas”, “Inflando burbujas”, “El retorno del riesgo”, “Tan seguro como una casa”, “Del Imperio a Chimérica”— funcionan como referencias de una historia global donde la incertidumbre es la única constante.

Y es precisamente ahí donde el libro alcanza su punto más alto. “Detrás de todo gran fenómeno histórico hay un secreto financiero”, sostiene Ferguson, y la pregunta que late bajo toda la obra es de una sencillez increíble: ¿cuál es la razón inherente de la inestabilidad del sistema financiero? La respuesta resulta importante: el comportamiento del ser humano, ese impredecible. Desde Frank Knight, célebre profesor de la Universidad de Chicago, hasta el influyente J. M. Keynes, la tradición económica coincide en que el riesgo y la incertidumbre son irreductibles a cualquier ecuación.

No puedo dejar de pensar, al releer estas páginas, en Alan Greenspan, fallecido hace apenas unos días a los cien años. Leyenda de la política monetaria estadounidense, más allá de simpatías y distancias, dejó un mensaje inspirado en la lectura de la historia económica: los modelos fallan porque suponen agentes racionales e ignoran que el miedo y la euforia —constantes de la condición humana— mueven el mercado tanto como los precios. El expresidente de la Reserva Federal fue, no por casualidad, un lector asiduo de historia, y especialmente de historia económica. Su

biografía parece confirmar la tesis de Ferguson.

Para el lector chileno hay un capítulo de interés particular: el dedicado a Milton Friedman, Chile, *El Ladrillo* y el Plan de Recuperación Económica, donde Ferguson destaca además la creación del sistema de pensiones (pp. 228–236). Es un episodio que nos obliga a mirarnos e insertarnos en el espejo de la historia financiera global.

Conviene añadir que el impacto del libro fue tal que se transformó en una serie de televisión, *The Ascent of Money*, disponible de forma gratuita en YouTube: seis capítulos de unos 48 minutos que complementan la lectura, o también son una alternativa a ésta.

¿Por qué debería un ejecutivo, un director de empresa o un estudiante de negocios dedicar tiempo a la historia financiera, cuando las urgencias del presente parecen reclamarlo todo? Quizá porque, como sugiere Ferguson en cada página, quien ignora el origen de las burbujas está condenado a habitar la próxima sin reconocerla. La historia financiera no ofrece fórmulas para predecir la siguiente crisis, pero sí algo más valioso: la humildad de saber que el miedo y la euforia que hundieron a inversores de Babilonia, de Ámsterdam o de Wall Street son los mismos que hoy laten bajo nuestras propias decisiones. Estudiar el pasado del dinero no es un ejercicio de nostalgia ni curiosidad, sino la mejor escuela de prudencia que tiene quien debe decidir sobre el futuro.

Niall Ferguson

El triunfo del dinero. Cómo las finanzas mueven el mundo (Debate, 2010, 440 páginas).



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

✉ mceciacifuentes.es@uandes.cl

INVESTIGADOR

Maximiliano Villalobos Andueza,

Magíster en Economía Aplicada, Pontificia Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile

✉ mrvillalobos.es@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.
