

CEFA ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO

N° 103



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Economías emergentes ante
una década de menor
convergencia



ECONOMÍA NACIONAL

Déficit, deuda y transparencia
fiscal



MERCADO DE CAPITALES

De los multifondos a los fondos
generacionales



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Cifras preocupantes, propuestas
concretas



TEMA DE ANÁLISIS

Sala Cuna Universal y
sostenibilidad del Seguro de
Cesantía



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

JULIO

BOOK REVIEW

"La era de las revoluciones.
Avances y retrocesos desde
1600 hasta nuestros días"



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Economías emergentes ante una década de
menor convergencia



julio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El Banco Mundial advierte que las economías emergentes enfrentan una pérdida de dinamismo que amenaza con interrumpir el proceso de convergencia observado durante las últimas décadas. Aunque el agregado del mundo emergente continúa creciendo, dicho desempeño depende crecientemente de China e India, mientras una parte importante de las economías en desarrollo muestra un crecimiento más lento y enfrenta restricciones estructurales persistentes.

Diagnóstico reciente

- El crecimiento de los emergentes se desaceleraría desde 4,4 % en 2025 a 3,6 % en 2026.
- Sin China, el crecimiento proyectado para 2026 disminuye hasta 3,2 %.
- El proceso de convergencia depende crecientemente de un grupo reducido de economías.
- América Latina figura entre las regiones emergentes con menor crecimiento esperado.
- El Banco Mundial advierte una posible década perdida para parte del mundo emergente.

Factores estructurales

- La inversión privada mantiene una desaceleración iniciada antes de la pandemia.
- El mayor endeudamiento reduce el espacio fiscal y eleva los costos financieros.
- La inflación restringe el margen de acción de la política monetaria.
- La debilidad de la inversión limita la creación de empleo y el crecimiento potencial.
- Las brechas digitales podrían dificultar la adopción de inteligencia artificial y la captura de sus beneficios.

Conclusión. La evidencia presentada por el Banco Mundial sugiere que una parte importante de las economías emergentes enfrenta un escenario de menor convergencia durante la presente década. La combinación de menor inversión, mayores restricciones fiscales y desafíos asociados a la adopción de nuevas tecnologías apunta a un entorno de crecimiento más moderado, donde fortalecer la productividad y las capacidades estructurales será determinante para evitar un rezago más persistente respecto de las economías avanzadas.

Economías emergentes ante una década de menor convergencia

Los eventos mundiales recientes, como la pandemia, el inicio de la guerra en Ucrania en 2022, la irrupción de la Inteligencia Artificial y el reciente conflicto en Medio Oriente, han significado, además de importantes pérdidas humanas —en el caso de la pandemia y los conflictos bélicos—, shocks económicos de gran magnitud. Estos se han manifestado tanto por el lado del crecimiento económico como por el lado inflacionario, a través del aumento en los precios de commodities, particularmente del petróleo, y de su transmisión a lo largo de las cadenas logísticas mundiales.

En este contexto, la economía mundial durante la presente década ha estado marcada por un elevado grado de incertidumbre. Las economías emergentes, en particular, han mostrado una menor capacidad de resiliencia que las economías avanzadas, las que cuentan con mayores holguras financieras, instituciones más sólidas y, en muchos casos, una menor dependencia de las exportaciones de materias primas y, por ende, de los ciclos de precios internacionales.

Bajo este nuevo escenario, el *Global Economic Prospects* de junio pasado del Banco Mundial, actualiza su visión para el próximo quinquenio, hasta 2030, poniendo especial énfasis en las perspectivas de las economías emergentes y en los desafíos que enfrentarán durante los próximos años.

La Desaceleración de Economías Emergentes

En economía del desarrollo se habla de convergencia cuando países de menores ingresos logran cerrar la brecha respecto de economías avanzadas. En simple, esto implica que las economías inicialmente más rezagadas deberían crecer más rápido que aquellas de mayores ingresos, permitiendo un proceso de *catch-up* en el tiempo¹. Desde el fin de la Guerra Fría, una serie de países emergentes logró efectivamente avanzar en esta dirección, especialmente a partir de comienzos del siglo XXI.

Este proceso ha sido documentado por Kindberg-Hanlon y Okou (2020), quienes muestran que el crecimiento de la productividad laboral en economías emergentes comenzó a superar con mayor frecuencia al de las economías avanzadas desde los años 2000. En efecto, los autores estiman que, desde ese período, cerca de un 60 % de las economías emergentes registró un crecimiento de la productividad superior al promedio de las economías avanzadas. Sin embargo, este avance ha sido parcial y heterogéneo ya que la brecha de productividad se ha reducido lentamente y, al ritmo observado, tomaría más de un siglo (140 años aproximadamente si se toma el ritmo máximo observado) reducir a la mitad la brecha inicial con las economías de altos

¹La convergencia absoluta implica que las economías más pobres crecen sistemáticamente más rápido que las ricas, convergiendo hacia un mismo nivel de ingreso per cápita. La convergencia condicional sostiene que dicho proceso ocurre una vez controladas las diferencias en fundamentos estructurales —como el capital humano, la calidad institucional, la tasa de ahorro o el crecimiento demográfico—, por lo que cada economía converge hacia su propio estado estacionario. En consecuencia, dos economías con fundamentos similares deberían converger hacia un mismo nivel de ingreso de largo plazo, mientras que economías con fundamentos distintos lo harán hacia niveles diferentes. La evidencia empírica respalda ampliamente la existencia de convergencia condicional, mientras que la convergencia absoluta solo suele observarse en grupos relativamente homogéneos de países o regiones.

ingresos.

La heterogeneidad es un punto central. El mismo *paper* muestra que no todas las economías emergentes convergen hacia el mismo nivel de productividad de largo plazo. La evidencia apunta a la existencia de “clubes de convergencia”, es decir, grupos de países que siguen trayectorias comunes y convergen hacia distintos niveles de productividad, dependiendo de sus fundamentos estructurales, como muestra la Tabla N°1. En particular, las economías que han logrado transitar hacia clubes de mayor productividad suelen presentar mejores niveles iniciales de educación, mayor calidad institucional, mayor estabilidad política, una estructura productiva más compleja y una mayor integración a cadenas globales de valor.

Tabla N°1: Convergencia de ingresos según tipos de economías

Club de convergencia	Interpretación	Tipo de economías	Ejemplos relevantes
Club 1	Economías que convergen hacia los niveles más altos de productividad.	Incluye a todas las economías avanzadas y a un grupo de emergentes que lograron trayectorias sostenidas de alto crecimiento.	Economías avanzadas; China, India, Chile, Polonia, Turquía, Vietnam, Tailandia y Malasia.
Club 2	Economías que convergen hacia un nivel intermedio de productividad.	Principalmente economías emergentes de ingreso medio-alto o cercanas a ese umbral.	Brasil, México, Argentina, Sudáfrica, Uruguay, Indonesia, Colombia, Perú, Filipinas y Marruecos.
Clubes 3, 4 y 5	Economías que permanecen en trayectorias de menor productividad relativa.	Principalmente economías de ingreso medio-bajo y bajo, muchas de ellas con restricciones estructurales más persistentes.	Pakistán, Paraguay, Bolivia, Senegal, Kenia, Malawi, Haití, Níger, Madagascar y Zimbabue.

Nota: Los clubes corresponden a trayectorias comunes de productividad laboral estimadas para el período 1970–2018. Las economías dentro de un mismo club tienden a converger hacia niveles similares de productividad de largo plazo, aunque puedan partir desde niveles distintos.

Fuente: Kindberg-Hanlon y Okou (2020)

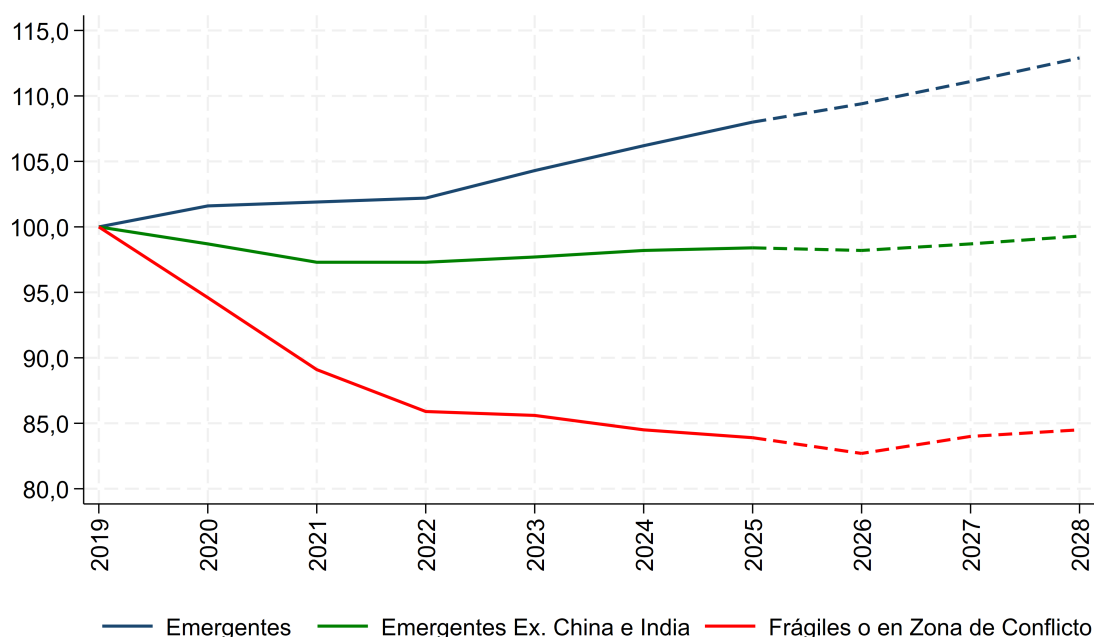
La clasificación anterior permite entender que el desempeño favorable del mundo emergente desde comienzos de siglo no debe interpretarse como un proceso generalizado de convergencia. Si bien un grupo de países logró acercarse a trayectorias de mayor productividad —entre ellos China, India, Chile y varias economías asiáticas y de Europa emergente—, una parte importante del mundo en desarrollo permaneció en clubes intermedios o bajos. En consecuencia, el proceso de catch-up ha dependido de la capacidad de cada economía para acumular capital humano, fortalecer sus instituciones, diversificar su estructura productiva y participar en sectores de mayor

complejidad.

Este punto es clave para interpretar el escenario actual señalado por el Banco Mundial en su informe *Global Economic Prospects* de junio de 2026. El buen desempeño agregado de las economías emergentes durante las últimas décadas ha estado fuertemente influido por un grupo acotado de países de gran tamaño, especialmente China y, en menor medida, India. Ambas economías han tenido un peso determinante en el crecimiento agregado del bloque emergente, tanto por sus elevadas tasas de expansión como por su participación dentro del producto total de estas economías.

Lo anterior se observa en el Gráfico N°1. Tomando el ingreso per cápita de los emergentes relativo a las economías avanzadas con base 100 en 2019. Bajo esta métrica, el agregado de economías emergentes muestra una trayectoria al alza hacia 2028, su ingreso per cápita relativo se ubicaría por sobre el nivel previo a la pandemia. Sin embargo, al excluir China e India, la historia cambia. El índice se mantiene por debajo de 100 durante todo el período, lo que implica que este grupo no habría recuperado hacia 2028 el nivel relativo de ingreso que tenía antes de la pandemia. En el caso de las economías frágiles o en zona de conflicto, el deterioro es aún más marcado, con una pérdida persistente respecto de 2019.

Gráfico N°1: Ingresos Relativos entre Economías Emergentes y Avanzadas



Fuente: Figura 1.2 del *Global Economic Prospects* Junio 2026, Banco Mundial

El gráfico anterior permite visualizar el principal mensaje del Banco Mundial para una parte relevante del mundo emergente. El informe plantea que la década actual se encamina a ser una “década perdida” en términos de convergencia. Si bien el agregado de emergentes aún muestra cierto avance relativo, este resultado depende sustancialmente del desempeño de China e India. En otras palabras, el crecimiento del bloque sigue siendo sostenido por pocas economías concentradas mayormente en Asia, mientras que una proporción importante de países no logra

recuperar su trayectoria relativa previa a la pandemia.

Las proyecciones de crecimiento de la Tabla N°2 refuerzan lo anterior. De acuerdo con el Banco Mundial, las economías emergentes crecerían 3,6 % en 2026, por debajo del 4,4 % estimado para 2025, mientras que al excluir China el crecimiento sería aún menor, de 3,2 %. La desaceleración, además, no afecta a todos por igual, por ejemplo, los exportadores de commodities muestran un ajuste a la baja más marcado y fueron el grupo con la mayor revisión a la baja respecto del informe de enero². Hacia 2027 y 2028 se espera una recuperación parcial, aun así, el mundo emergente enfrentará de acuerdo con el Banco Mundial un escenario de menor dinamismo, altamente heterogéneo y cada vez más dependiente de un grupo reducido de economías emergentes de alto crecimiento, particularmente concentradas en el sur de Asia.

Tabla N°2: Proyecciones de Crecimiento Real del PIB en el mundo

							Rev.	Rev.
	2023	2024	2025e	2026f	2027f	2028f	2026f	2027f
Mundo	2,8	2,9	2,9	2,5	2,8	2,8	-0,1	0,1
Economías avanzadas	1,6	1,8	1,8	1,5	1,8	1,7	-0,1	0,2
EE.UU.	2,9	2,8	2,1	2,2	2,1	2,0	0,0	0,2
Eurozona	0,5	1,0	1,4	0,8	1,3	1,3	-0,1	0,1
Japón	0,7	-0,2	1,1	0,7	0,9	0,8	-0,1	0,1
Economías emergentes	4,3	4,4	4,4	3,6	4,2	4,1	-0,4	0,1
Emergentes excl. China	3,6	4,0	3,9	3,2	4,1	4,1	-0,6	0,1
China	5,4	5,0	5,0	4,2	4,3	4,2	-0,2	0,1
Europa y Asia Central	3,6	3,9	2,5	2,1	2,3	2,6	-0,3	-0,4
Latinoamérica y el Caribe	2,3	2,3	2,3	2,2	2,5	2,6	-0,1	-0,1
Medio Oriente y Norte de África (MENA)	2,0	2,9	4,0	1,6	5,0	4,0	-2,7	0,7
Asia Sur	6,6	6,8	7,0	6,3	6,9	7,1	0,1	0,4
África Subsahariana	3,0	3,8	4,1	4,0	4,4	4,5	-0,3	-0,1
Emergentes exportadores de commodities	2,9	3,5	3,3	2,4	3,5	3,3	-0,9	0,1

Fuente: Tabla 1.1 del Global Economic Prospects (junio de 2026), Banco Mundial

En América Latina, Europa y Asia Central, lo señalado anteriormente resulta particularmente relevante. Estas regiones se ubican entre las zonas emergentes de menor crecimiento proyectado, con una expansión de 2,1 %-2,2 % en 2026 y 2,3 %-2,5 % en 2027, lejos de los niveles de crecimiento esperados para África Subsahariana, Asia del Sur y MENA. En el caso particular de Chile, este diagnóstico resulta especialmente relevante, ya que la pérdida de dinamismo relativo se expresa en un bajo crecimiento efectivo y tendencial, menor espacio fiscal y dificultades persistentes para elevar la productividad desde hace una década aproximadamente.

²En especial economías exportadoras de energía del golfo de pérsico mayormente afectadas por el shock económico a raíz del conflicto en Medio Oriente.

Factores detrás de la desaceleración relativa e implicancias

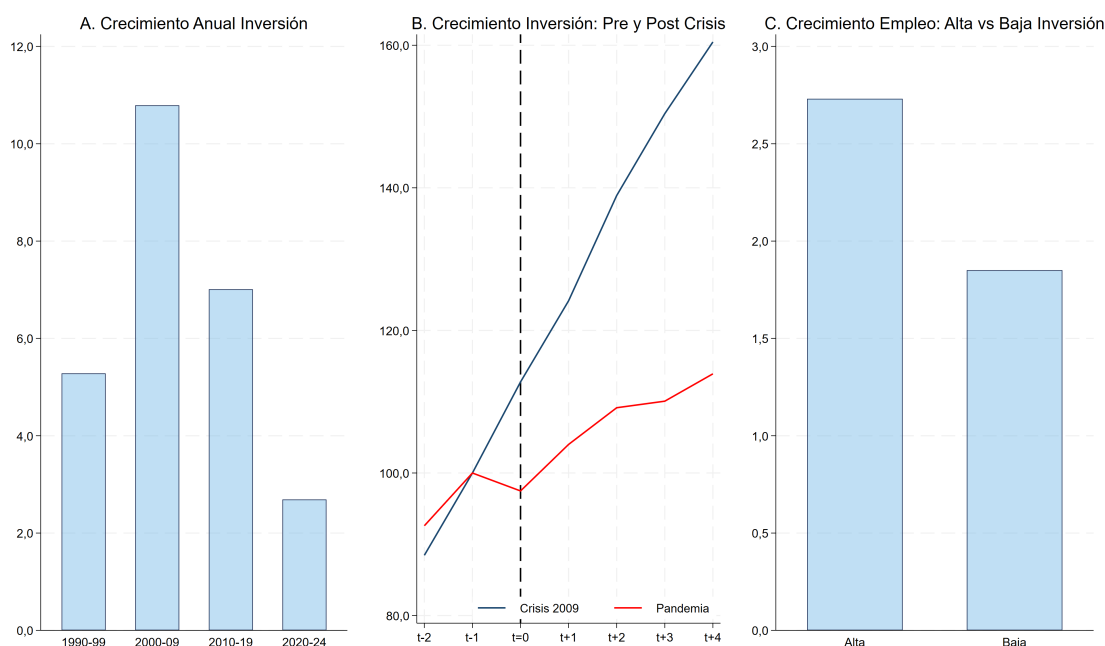
Dentro de los factores que explican la desaceleración de economías emergentes relativo a economías avanzadas, de acuerdo con el Banco Mundial, se encuentran la debilidad de la inversión, el aumento del endeudamiento público y el estrechamiento del espacio fiscal, las restricciones que la inflación impone sobre la política monetaria y, hacia adelante, el riesgo de una distribución desigual entre economías de los beneficios de la Inteligencia Artificial (IA).

El primer factor, de carácter estructural y uno de los más relevantes para el crecimiento, es la debilidad de la inversión. La desaceleración de la inversión en economías emergentes no es un fenómeno exclusivamente asociado a la pandemia, sino una tendencia que se arrastra desde hace más de una década. De acuerdo con el Banco Mundial, el crecimiento de la inversión privada en estas economías promedió 2,7 % anual en la primera mitad de la década de 2020, menos de la mitad del 7 % registrado durante la década de 2010 y cerca de un cuarto del 10,8 % observado en los años 2000³. Esta pérdida de dinamismo, además, ha sido generalizada entre países y no responde únicamente a la moderación del crecimiento y la inversión en China.

Lo anterior se resume en el Gráfico N°2. El panel A muestra la caída sostenida del crecimiento anual de la inversión privada por décadas. El panel B, por su parte, evidencia que, a diferencia de lo ocurrido tras la crisis financiera global de 2009, la recuperación de la inversión posterior a la pandemia ha sido considerablemente más lenta e incompleta. Finalmente, el panel C muestra que las economías emergentes con mayor crecimiento de la inversión privada tienden a exhibir una mayor creación de empleo. En efecto, entre 2000 y 2024, la economía mediana del tercio superior en crecimiento de la inversión registró una expansión anual del empleo de 2,7 %, frente a menos de 1,9 % en el tercio inferior.

³Existe también, una correlación importante con la demanda de importaciones proveniente desde Asia en ese mismo período, particularmente desde China dado su alto crecimiento, junto con el superciclo de commodities.

Gráfico N°2: Tendencias de la Inversión Privada en Economías Emergentes



Fuente: Figura B1.2.1 del Global Economic Prospects Junio 2026, Banco Mundial

Este punto es relevante porque la inversión opera simultáneamente sobre la demanda agregada de corto plazo y sobre la capacidad productiva de largo plazo. Una menor inversión reduce la acumulación de capital, limita la absorción de nuevas tecnologías y debilita la creación de empleo, presionando a la baja con ello el crecimiento potencial. En consecuencia, la debilidad de la inversión no solo refleja el menor dinamismo de las economías emergentes, sino que también lo perpetúa en el mediano y largo plazo, configurando una especie de círculo vicioso que contribuye directamente a la pérdida de convergencia descrita en la sección anterior. El desafío es aún mayor si se considera que, según el mismo informe, cerca de 1.200 millones de jóvenes alcanzarán la edad de trabajar en estas economías durante la próxima década. Por eso, la debilidad de la inversión no solo tiende a anticipar menor crecimiento futuro, sino también una menor capacidad de absorber fuerza laboral, especialmente en economías con población joven o con alta informalidad⁴.

Un segundo factor es el endeudamiento público. La desaceleración del crecimiento reduce la recaudación tributaria y dificulta la estabilización de la deuda como proporción del producto. A su vez, muchas economías emergentes enfrentan demandas sociales y necesidades de gasto en salud, educación, protección social e infraestructura que no se ajustan necesariamente a la baja cuando el crecimiento se desacelera⁵. Si bien estas demandas no generan mecánicamente mayor

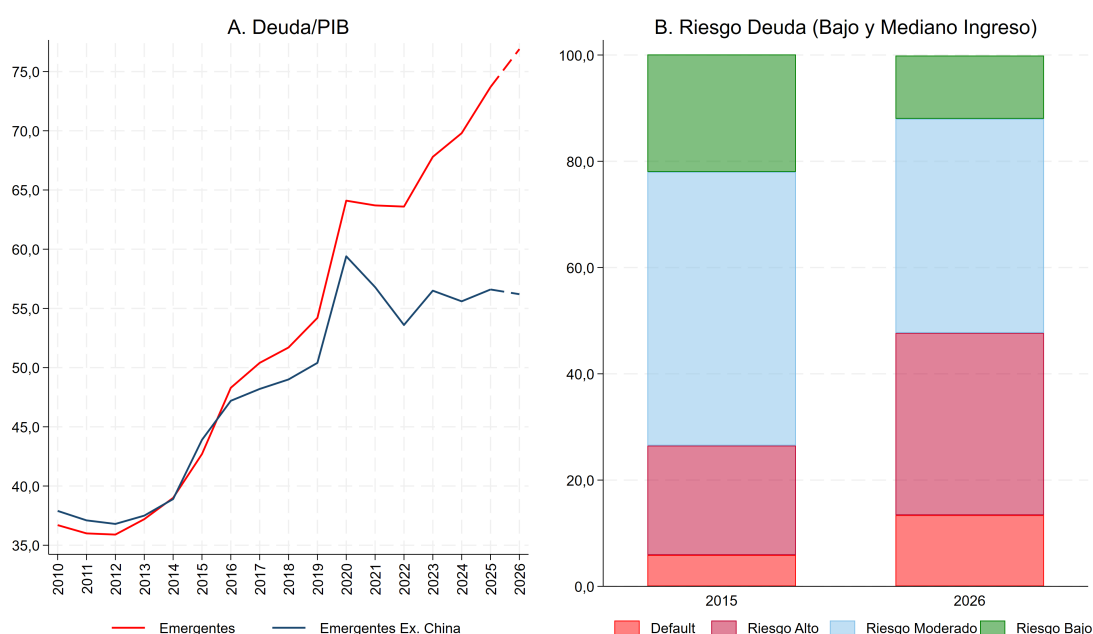
⁴En Chile, esta situación ya es evidente en el mercado laboral. En el trimestre marzo-mayo, la tasa de desocupación alcanzó un 24,6 % entre los jóvenes de 15 a 24 años, en comparación con un 11,8 % en el tramo de 35 a 44 años, una tasa nacional de 9,4 % y tasas inferiores al 8 % en el resto de los grupos etarios. En consecuencia, el elevado desempleo juvenil es uno de los principales factores que explican el nivel de desocupación del país. En la misma línea, el número de personas que buscan empleo por primera vez —es decir, que no corresponden a cesantes— alcanzó un máximo histórico de 102,3 mil personas, lo que da cuenta de las crecientes dificultades de inserción laboral, particularmente entre los jóvenes.

⁵Suelen estar comprometidos los gastos por ley, por tanto, tienden a ser rígidos a la baja en términos fiscales.

endeudamiento, sí pueden aumentar la presión fiscal cuando coinciden con un menor dinamismo de la actividad y por consiguiente de los ingresos públicos. Este problema tiende a amplificarse en países con instituciones fiscales más débiles, menor capacidad recaudatoria o reglas fiscales menos creíbles, donde resulta más difícil contener el gasto o financiarlo a costos razonables.

El Gráfico N°3 evidencia lo anterior. El panel A muestra el aumento sostenido de la deuda pública en las economías emergentes desde comienzos de la década de 2010, especialmente en el agregado total, que se aproximaría a 80 % del PIB hacia 2026. El panel B, en tanto, da cuenta de que la proporción de países de ingreso bajo y medio en alto riesgo de caer en default, aumentó en la última década 13,7 pp, pasando de 20,6 % en 2015 a cerca de 34,3 % en 2026. A su vez, aquellos en default aumentaron de 5,9 % a 13,4 % en el mismo período de tiempo.

Gráfico N°3: Deuda Pública y Riesgo de Default en Economías Emergentes



Fuente: Figura 3.1 del *Global Economic Prospects Junio 2026*, Banco Mundial

El Banco Mundial estima que el aumento de los ratios de deuda/PIB desde 2010 se asocia con incrementos de alrededor de 110 puntos base en los spreads soberanos y de 30 puntos base en las tasas de la deuda en moneda local, además, los altos niveles de endeudamiento de economías avanzadas presionan aún más al alza las tasas de interés a nivel mundial⁶. En este contexto, mayores pagos de intereses y servicio de la deuda desplazan recursos que se podrían utilizar para políticas públicas. En consecuencia, el menor crecimiento deteriora las cuentas fiscales y el menor espacio fiscal limita la capacidad de elevar el crecimiento potencial mediante políticas públicas, además de reducir las holguras disponibles para desplegar políticas contracíclicas frente a futuras crisis, como ya lo exigieron la crisis financiera de 2008 y la pandemia.

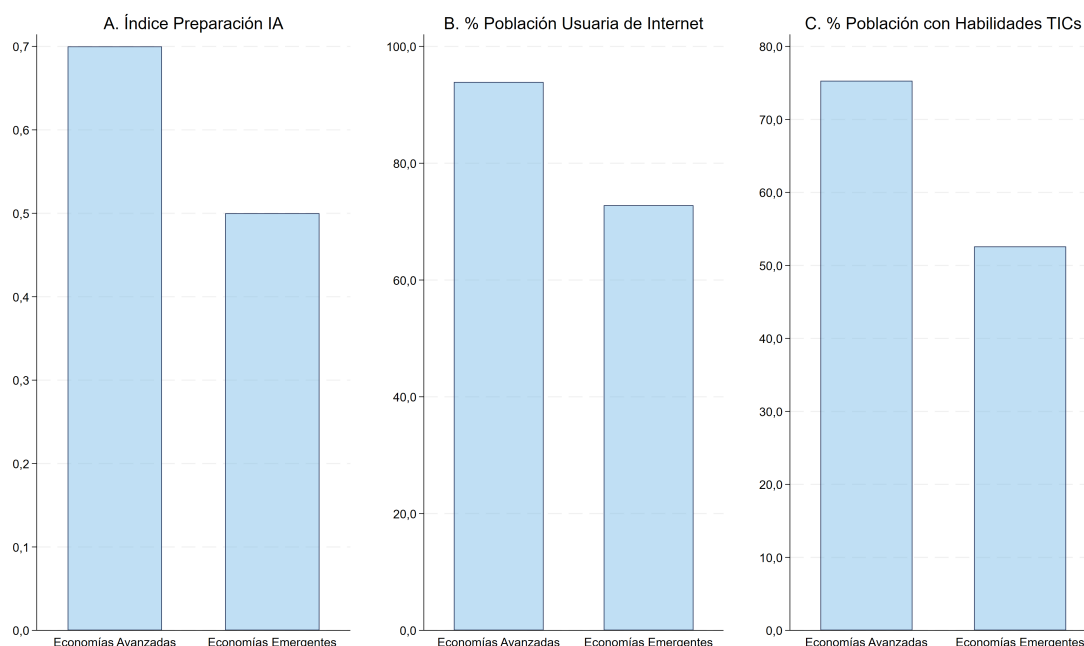
⁶Economías avanzadas, en promedio, han tenido niveles de deuda/PIB de más del 100 % consistentemente desde 2012, 108 % para 2024 y se pronostica siga subiendo para llegar a 114,8 % del PIB hacia 2031 de acuerdo con el FMI.

En tercer lugar, la inflación impone restricciones adicionales a la política monetaria. El episodio inflacionario posterior a la pandemia fue un fenómeno global y no exclusivo del mundo emergente, originado en buena medida en presiones de demanda asociadas a la expansión fiscal y monetaria. Más recientemente, el conflicto en Medio Oriente ha vuelto a introducir presiones sobre los precios de los commodities, en particular de la energía, y el Banco Mundial proyecta que la inflación mundial sería de 4 % en 2026, para moderarse a 3,1 % en 2027 en la medida en que el shock energético se disipe. En este contexto, los bancos centrales de economías emergentes enfrentan una disyuntiva, ya que, ante una actividad más débil, existen incentivos para reducir las tasas de interés; pero, frente a shocks inflacionarios de oferta, también aumenta la necesidad de mantener una política monetaria restrictiva. Por lo tanto, la inflación derivada de shocks de oferta junto a un bajo crecimiento, limita la capacidad de la política monetaria para apoyar la demanda agregada sin comprometer la estabilidad de precios, justamente cuando las economías emergentes más lo requieren.

Por otro lado, la IA constituye un riesgo relevante hacia adelante. Esta tecnología podría elevar la productividad global y abrir una nueva fuente de crecimiento en un contexto de desaceleración tanto en economías avanzadas como emergentes. Sin embargo, sus beneficios no se distribuirán de manera automática entre países. Las economías avanzadas presentan mejores condiciones de base, con mayor infraestructura digital y capacidad computacional, mayor conectividad y proporción de usuarios de internet, una población con más habilidades de Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) y mercados laborales con una mayor proporción de ocupaciones complementarias al uso de estas tecnologías. De hecho, según el Banco Mundial, a mediados de 2025 las economías emergentes y en desarrollo concentraban menos de un cuarto de la capacidad mundial de centros de datos.

El Gráfico N°4 resume estas brechas. El panel A muestra que el índice de preparación para la IA, que captura la infraestructura física y digital, el capital humano y el marco regulatorio e institucional, es sustancialmente más alto en las economías avanzadas que en las emergentes. Los paneles B y C, por su parte, dan cuenta de que tanto el porcentaje de la población que utiliza internet como la proporción de personas con habilidades TIC superiores a las básicas son también mayores en el mundo avanzado.

Gráfico N°4: Condiciones Habilitantes para la Adopción de IA



Fuente: Figura B1.1.2 del *Global Economic Prospects Junio 2026*, Banco Mundial

El mensaje central es que, si las economías emergentes no logran cerrar estas brechas, la IA podría transformarse en un nuevo factor de divergencia más que en un motor de convergencia. La IA es susceptible de elevar la productividad global, pero sus beneficios dependerán de condiciones iniciales —infraestructura digital, capital humano, capacidad computacional, calidad regulatoria e integración a cadenas tecnológicas— que hoy están mucho más concentradas en economías avanzadas y en algunos emergentes asiáticos. Si estas condiciones de base no se fortalecen, las brechas respecto de las economías de altos ingresos y de emergentes altamente tecnologizados, como China, podrían aumentar. Por tanto, la adopción de IA constituye también un desafío relevante de política pública para las economías emergentes.

Dicho todo lo anterior, el diagnóstico del Banco Mundial no es únicamente pesimista. Si bien la década actual aparece marcada por una pérdida de convergencia para una parte importante del mundo emergente, el informe identifica oportunidades relevantes hacia la década de 2030, asociadas a la adopción de IA, la transformación energética y una mayor integración comercial regional. No obstante, el aprovechamiento de estas fuerzas dependerá de la capacidad de las economías emergentes para fortalecer sus condiciones de base —infraestructura, capital humano, marcos regulatorios e inversión privada—, por lo que el escenario más favorable para estas últimas no debe interpretarse como automático.

En síntesis, los canales descritos se refuerzan entre sí. Una menor inversión reduce el crecimiento potencial y la creación de empleo, lo que debilita la recaudación y aumenta la presión fiscal. Ello eleva la deuda y los costos de financiamiento, reduciendo el espacio para la inversión pública y las políticas de desarrollo, mientras la inflación restringe el margen de la política monetaria para apoyar la actividad. A lo anterior se agrega el riesgo de que la IA amplíe las brechas

existentes si las economías emergentes no cuentan con las condiciones de base suficientes para adoptarla. En consecuencia, evitar que la década actual se consolide como una década perdida dependerá, en buena medida, de la capacidad de estas economías para reactivar la inversión privada, fortalecer sus cuentas fiscales y cerrar sus brechas digitales y de capital humano.

Referencias

Kindberg-Hanlon, Gene; Okou, Cedric. 2020. Productivity Convergence: Is Anyone Catching Up? Policy Research Working Paper; No. 9378. © World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/34425>
License: CC BY 3.0 IGO.

World Bank. 2026. Global Economic Prospects, June 2026. Washington, DC: World Bank. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

ECONOMÍA NACIONAL

Déficit, Deuda y Transparencia Fiscal



julio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. La actualización de las proyecciones fiscales entre el IFP del tercer y cuarto trimestre de 2025 generó cuestionamientos respecto de la consistencia entre el mayor déficit proyectado y la evolución esperada de la deuda pública. Posteriormente, tanto la DIPRES como el Consejo Fiscal Autónomo revisaron el episodio, identificando el rol de diversas partidas de financiamiento bajo la línea y motivando cambios en la metodología oficial de proyección de la deuda.

Evidencia reciente

- Entre el IFP3T25 e IFP4T25 el déficit proyectado aumentó en 13,5 billones de pesos.
- La variación acumulada de la deuda proyectada para el mismo período aumentó solo 5,6 billones de pesos.
- En 2019 y 2024 el mayor déficit se traspasó casi completamente a mayor deuda.
- El CFA concluyó que no existía una inconsistencia contable en las proyecciones.
- La brecha se explicó por ajustes bajo la línea y supuestos de gestión financiera.

Implicancias institucionales

- La DIPRES modificó la metodología de proyección de deuda desde el IFP2T26.
- La nueva metodología elimina partidas residuales de conciliación.
- Las operaciones bajo la línea pasan a identificarse de forma explícita.
- El episodio refuerza la importancia de proyecciones fiscales transparentes y replicables.
- Una mayor trazabilidad fortalece la credibilidad de la política fiscal.

Conclusión. La evidencia reciente muestra que, en los otros dos episodios de revisiones significativas al alza del déficit proyectado, estas se reflejaron casi íntegramente en una mayor variación de la deuda, por lo que el episodio observado entre los IFP de 2025 constituye un caso atípico desde una perspectiva económica, aunque consistente desde el punto de vista contable. Las modificaciones metodológicas implementadas posteriormente representan un avance hacia una mayor transparencia y trazabilidad de las proyecciones fiscales.

Déficit, Deuda y Transparencia Fiscal

El episodio que motivó las correcciones

La Dirección de Presupuestos (DIPRES) publica cada trimestre un Informe de Finanzas Públicas (IFP) con proyecciones de ingresos, gastos, déficit y deuda para un horizonte de cinco años. En septiembre de 2025 publicó el informe del tercer trimestre (IFP3T25), que acompañó al Proyecto de Ley de Presupuestos 2026, y en febrero de 2026 el del cuarto trimestre (IFP4T25), el último elaborado por la administración saliente.

Entre esos dos informes el panorama fiscal se deterioró de manera importante. El déficit efectivo acumulado proyectado para 2026–2030 aumentó en \$13.455.864 millones de pesos de 2026, unos 13,5 billones. Expresado en términos del producto, ese deterioro equivale a 3,5 puntos del PIB, cifra que resulta de sumar la revisión del déficit de cada año dividida por el PIB proyectado del año respectivo (el detalle del cálculo se presenta en el Apéndice técnico). Sin embargo, la trayectoria de deuda bruta publicada en el IFP4T25, aumentó significativamente menos que la diferencia en los déficits acumulados proyectados. Según los cuadros de los propios informes, la deuda proyectada a 2030 pasó de 42,69 % del PIB en el IFP3T25 a 43,45 % en el IFP4T25, esto es, un aumento de solo 0,76 puntos del PIB. Dicho de otra forma, se proyectó más déficit año a año en el horizonte de proyección (2026-2030), que no se tradujo en un traspaso de similar equivalencia a la deuda proyectada hacia 2030.

En su informe del primer trimestre de 2026 (IFP1T26), la nueva administración advirtió esa brecha y la cuantificó en \$9.559.289 millones, al estimar que la mayor variación de deuda entre ambos informes alcanzaba solo \$3.896.574 millones, aunque sin explicitar el método de cálculo. Señaló además, posteriormente, la existencia de ajustes manuales en los archivos de proyección sin respaldo técnico o documental suficiente por \$2.809.922 millones. Sobre esa base reestimó la trayectoria completa, que pasó a superar el nivel prudente de deuda en 2028 y a alcanzar 46,5 % del PIB en 2030, y el episodio derivó en el proyecto de ley de mayor endeudamiento discutido a mediados de 2026.

El Consejo Fiscal Autónomo (CFA) revisó el caso en el Anexo E de su informe semestral de junio de 2026, con acceso a las planillas internas de la DIPRES. Su conclusión tiene dos partes. Por un lado, no existe una inconsistencia contable, pues los cuadros de usos y fuentes de financiamiento de ambos informes son internamente consistentes y, medida de manera comparable, la mayor variación de deuda asciende a \$5.625.600 millones de acuerdo con el CFA. Por otro lado, la brecha con el mayor déficit se explica por partidas “bajo la línea” — principalmente un menor otorgamiento de préstamos netos por 5,5 billones y menores flujos de consolidación por 5,6 billones, estos últimos en su mayoría ajustes sin trazabilidad técnica — que corresponden a supuestos de ajuste fiscal o de gestión financiera que no fueron explicitados en el IFP4T25 y cuya implementación recaería en la administración siguiente.

La evidencia de los IFP desde 2019

Para poner el episodio en perspectiva, este informe compara los IFP del tercer y cuarto trimestre de cada año entre 2019 y 2025¹. La comparación entre esos dos informes es especialmente limpia por dos razones. Primero, ambos publican sus proyecciones en pesos del mismo año — el par 2025 en pesos de 2026, el par 2024 en pesos de 2025, y así sucesivamente — por lo que las cifras son directamente comparables. Segundo, ambos se elaboran cerca del cierre del año, de modo que por construcción hay menos incertidumbre de por medio y las revisiones grandes reflejan principalmente cambios de supuestos y decisiones de política, más que sorpresas macroeconómicas o shocks de gran envergadura.

Cómo se mide

La medición tiene tres pasos, cuya formalización completa se presenta en el Apéndice técnico.

Primero, la revisión del déficit. Para cada uno de los cinco años proyectados se toma el déficit que proyecta cada informe — los gastos comprometidos menos los ingresos efectivos — y se calcula cuánto cambió esa proyección entre el informe del tercer y cuarto trimestre. Luego esas revisiones se suman para todo el horizonte. Un resultado positivo significa que el informe del cuarto trimestre proyectó, en total, más déficit que el del tercero.

Segundo, la revisión de la deuda. Aquí se usa la métrica propuesta por el CFA en el Anexo E de su informe semestral de junio de 2026. En lugar de comparar los niveles de deuda proyectados — que arrastran las diferencias en el punto de partida — se compara cuánto *crece* la deuda a lo largo de los cinco años en cada informe, es decir, la diferencia entre el stock al final del horizonte y el stock al cierre del año en curso, y luego se calcula cuánto cambió ese crecimiento entre ambos informes. De este modo, la medida elimina las diferencias en el punto de partida y captura únicamente la revisión de la trayectoria futura de la deuda.

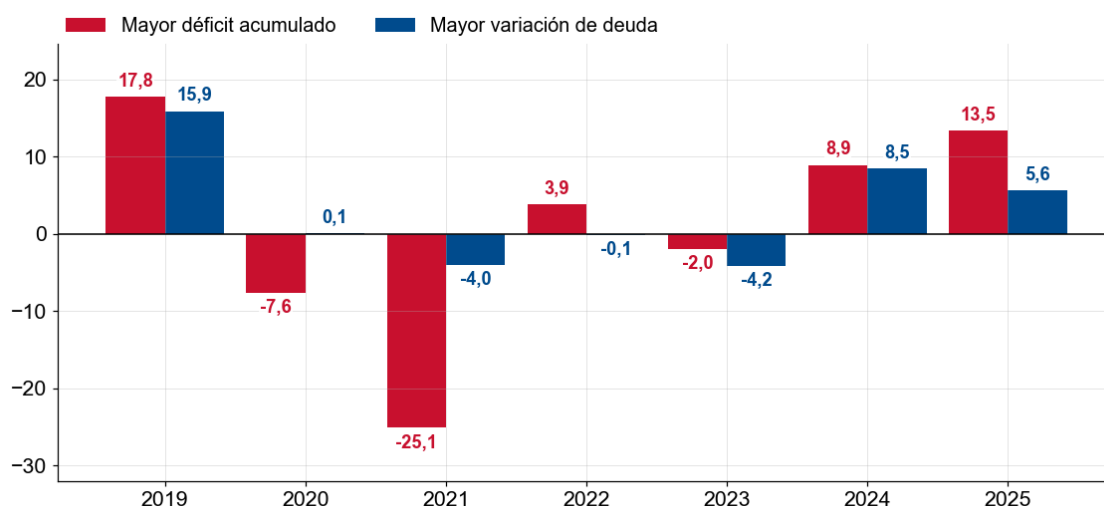
Tercero, el traspaso. Es el cociente entre ambas revisiones y responde a la pregunta de cuántos pesos adicionales de crecimiento de la deuda se proyectan entre el IFP4T y el IFP3T por cada peso adicional de déficit acumulado proyectado entre ambos informes. La deuda de cada año se mueve por el déficit y también por otras operaciones — préstamos que el Fisco otorga y recupera, uso o acumulación de activos del Tesoro y correcciones de valorización por monedas — de modo que si ninguna de esas otras partidas cambiara entre ambos informes, el traspaso sería exactamente 1.

¹Los IFP junto a sus datos, se encuentran públicos desde 2019, por aquella razón se inicia el análisis aquel año.

Los resultados

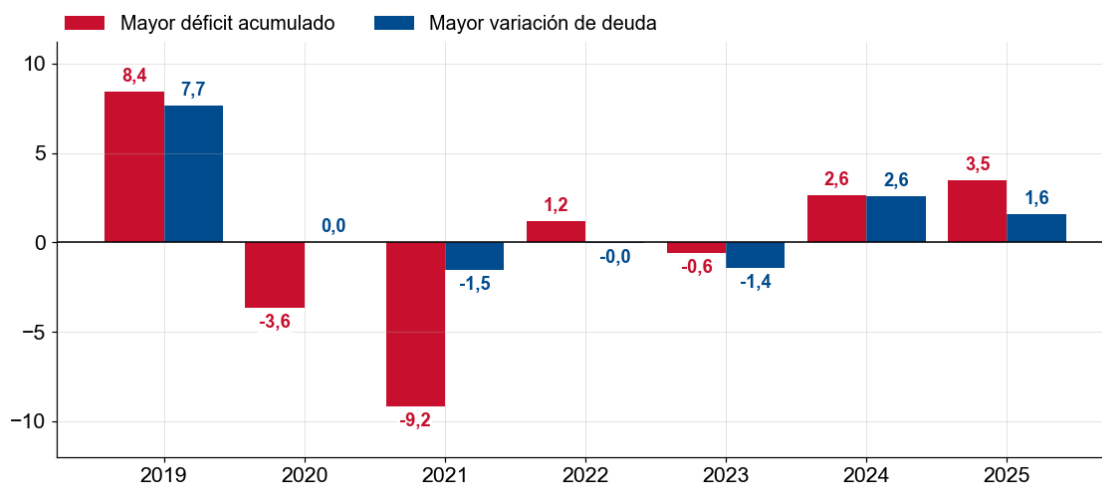
Como se observa en el Gráfico N°1, las tres grandes alzas del déficit proyectado ocurren en 2019, 2024 y 2025. En 2019 el déficit acumulado se revisó al alza en 17,8 billones y la variación de deuda en 15,9 billones. En 2024 las cifras fueron 8,9 y 8,5 billones. En el par 2025, en cambio, el mayor déficit de 13,5 billones vino acompañado de una mayor variación de deuda de solo 5,6 billones. La misma imagen se obtiene al expresar todo en porcentaje del PIB (Gráfico N°2), lo que además permite comparar entre años, ya que los pesos de cada par corresponden a monedas de años distintos. Para ello se usa el PIB implícito en los propios informes, que se obtiene al dividir la deuda publicada en pesos por la misma deuda publicada en porcentaje del PIB (el detalle, incluido el caso del par 2025, se presenta en el Apéndice técnico).

Gráfico N°1: Mayor déficit acumulado y mayor variación de deuda entre el IFP3T y el IFP4T de cada año (billones de pesos del año base de cada par)



Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Gráfico N°2: Mayor déficit acumulado y mayor variación de deuda entre el IFP3T y el IFP4T de cada año (puntos porcentuales del PIB del año base)



Nota: El déficit suma las revisiones anuales divididas por el PIB implícito de cada año e informe; la variación de deuda se divide por el PIB implícito del año base del IFP4T. Ver Apéndice técnico.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

El punto central está en el traspaso. Contablemente, la deuda no depende solo del déficit — también inciden los préstamos que otorga y recupera el Fisco, el uso de activos del Tesoro Público, las operaciones internas del sector público y los efectos de valorización por monedas — por lo que una brecha entre mayor déficit y mayor deuda siempre puede cerrar en los cuadros. La pregunta relevante es económica, no contable. La experiencia previa muestra que en las dos grandes alzas anteriores del déficit proyectado el traspaso a deuda fue casi uno a uno, con 0,89 en 2019 y 0,95 en 2024 como se evidencia en la Tabla N°1 y el Gráfico N°3. En el par 2025, en cambio, el traspaso fue de solo 0,42. Por tanto, el resultado parece inusual dentro de la experiencia reciente analizada.

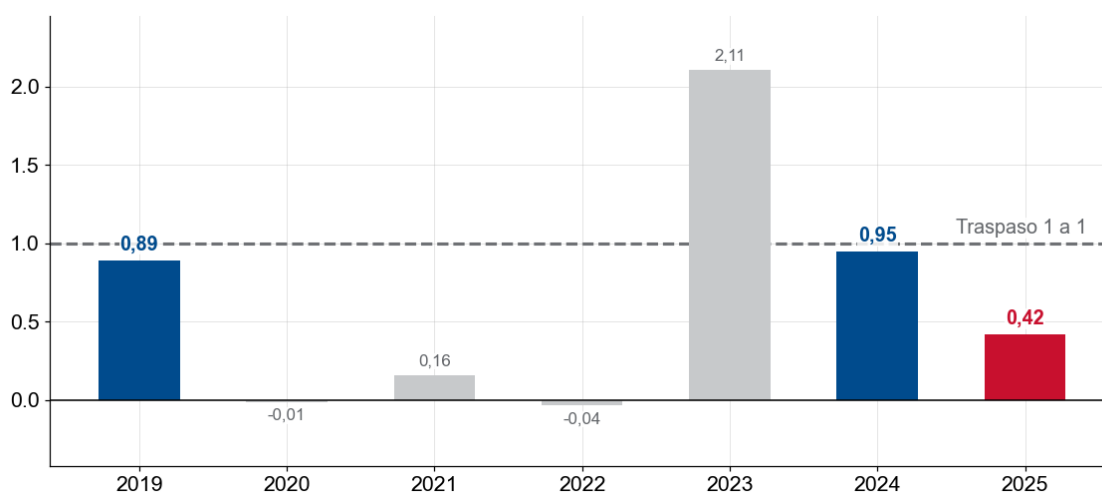
Tabla N°1: Revisión del déficit acumulado, de la variación de deuda y traspaso resultante (billones de pesos del año base de cada par)

Año de los informes	Período proyectado	Mayor déficit acumulado	Mayor variación de deuda	Traspaso deuda/déficit
2019	2020-2024	17,8	15,9	0,89
2020	2021-2025	-7,6	0,1	-0,01
2021	2022-2026	-25,1	-4,0	0,16
2022	2023-2027	3,9	-0,1	-0,04
2023	2024-2028	-2,0	-4,2	2,11
2024	2025-2029	8,9	8,5	0,95
2025	2026-2030	13,5	5,6*	0,42

*Nota: Billones = millones de millones de pesos. La cifra marcada con * corresponde al Cuadro E.2 del Anexo E del Informe Semestral del CFA de junio de 2026. Los traspasos correspondientes a los años 2020-2023 no son informativos, pues la revisión del déficit fue pequeña o de signo contrario a la de la deuda.*

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Gráfico N°3: Pesos de mayor variación de deuda proyectada por cada peso de mayor déficit acumulado (traspaso deuda/déficit)



Nota: Las barras grises corresponden a años en que la revisión del déficit fue pequeña o de signo contrario a la de la deuda, por lo que el cociente no es informativo.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

¿Y la gran baja de 2021? Es el otro caso extremo del Gráfico N°1 y también tiene una explicación real, verificable en los propios informes. Entre IFP3T21 y el IFP4T21 la recaudación sorprendió con fuerza al alza. El crecimiento estimado del PIB de 2021 se corrigió de 9,5 % a 11,9 % y el de la demanda interna de 16,2 % a 21,4 %, con lo que el IFP4T21 elevó los ingresos proyectados de 2022 en 4,7 billones — casi el 80 % por tributación no minera que se corrigió al alza en 3,7 billones de pesos — y trasladó ese mayor nivel de recaudación a toda la senda 2023-2026. En el acumulado, los ingresos proyectados subieron 32,1 billones y los gastos solo 7,0, lo

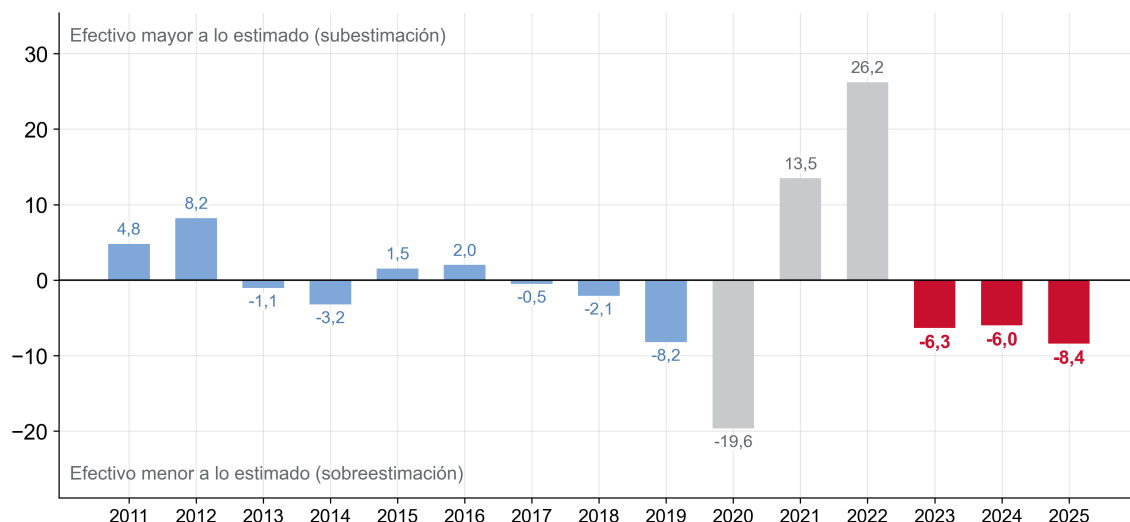
que explica la mejora de 25,1 billones en el déficit. Ex post, la corrección incluso se quedó corta, pues 2022 terminó con un superávit de 1,1 % del PIB.

De esta forma, si bien lo ocurrido entre el IFP3T25 y el IFP4T25 cuadra en los cuadros de financiamiento, constituye un caso inusual dentro de los pares IFP3T-IFP4T analizados, especialmente al compararlo con los otros episodios de aumentos significativos del déficit. Para que el deterioro fiscal de 13,5 billones se traduzca en solo 5,6 billones de mayor deuda requiere supuestos de compensación inusualmente grandes en las partidas que mueven la deuda sin ser déficit, principalmente un menor otorgamiento neto de préstamos y menores operaciones internas del sector público, por 11,1 billones entre ambas, precisamente los supuestos que el IFP4T25 no explicitó (la conciliación completa, cifra a cifra, se presenta en el Apéndice técnico). Por otro lado, el CFA agrega que este tipo de compensaciones no es inédito, pues identifica al menos seis informes desde 2019 en que la variación de deuda proyectada estuvo contenida por otras fuentes de financiamiento pese a mayores déficits.

Proyectar es difícil y por eso la transparencia importa

Nada de lo anterior implica que proyectar sea fácil. Para dimensionarlo, conviene mirar los ingresos más que el resultado fiscal, ya que en este último conviven factores difíciles de proyectar por naturaleza — el precio del cobre y del litio, o la subejecución del gasto de capital, entre otros — que además pueden compensarse entre sí. Dentro de los ingresos, la separación relevante es entre lo minero y lo no minero. Los ingresos tributarios no mineros constituyen el componente más grande y estable de la recaudación, dependen principalmente de la actividad interna y son, por lo mismo, lo de mayor importancia para evaluar la calidad de las estimaciones de ingresos. El siguiente gráfico compara, para cada año, los ingresos tributarios no mineros efectivos con los estimados, expresando la brecha como porcentaje de los ingresos efectivos:

Gráfico N°4: Brecha entre los ingresos tributarios no mineros efectivos y los estimados de cada año (% de los ingresos efectivos)



Nota: un valor negativo indica ingresos efectivos menores a lo estimado, es decir, sobreestimación

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

Hasta 2018 las brechas eran acotadas y de signo alternado, entre -3 % y +8 %, como es esperable en ejercicios de proyección, en 2019 la brecha fue de -8 %. Los años 2020 a 2022 son excepcionales y poco informativos, debido a la pandemia. Desde 2023 la brecha es negativa por tres años consecutivos, con ingresos efectivos entre 6 % y 8 % inferiores a lo estimado, esto es, un patrón de sobreestimación persistente y siempre en la misma dirección. Que el error deje de alternar de signo y se vuelva sistemático no es irrelevante para el mercado, pues la reputación fiscal de Chile — y con ella el costo de financiamiento del Fisco — descansa en buena parte en la credibilidad de estas proyecciones. La conclusión no es que proyectar mal sea un error deliberado, sino que toda proyección está sujeta a un grado inevitable de incertidumbre. Precisamente por ello, sus supuestos deben ser transparentes, de modo que sea posible comprender qué factores sustentan las trayectorias estimadas de ingresos, gastos y, en consecuencia, deuda.

El CFA señala precisamente lo anterior. Reconstruir la relación entre déficit y deuda de los IFP no es un ejercicio trivial — el propio CFA debió trabajar con planillas internas de la DIPRES, minutas y antecedentes solicitados especialmente para su revisión — y eso es justamente parte del problema. Estas proyecciones son un insumo relevante para el mercado y para el debate público, por lo que deberían ser replicables por analistas e instituciones no gubernamentales usando solo información pública. Sus recomendaciones apuntan en esa dirección, con definiciones y desagregación de los flujos de consolidación, metodologías transparentes para el otorgamiento y la recuperación de préstamos, y la explicitación — en una línea separada y con su respaldo — de toda medida de ajuste o gestión financiera incorporada en las trayectorias de deuda, distinguiendo aquellas cuya implementación dependa de una administración distinta de la que elabora la proyección.

En línea con lo anterior, existe un avance concreto y reciente en esa dirección. A partir de su IFP del segundo trimestre de 2026, la DIPRES actualizó la metodología con que proyecta la deuda

bruta del Gobierno Central (Recuadro 3 de dicho informe). Hasta ahora, la trayectoria de deuda se construía a partir de la programación financiera del Tesoro Público, y las necesidades del resto de las operaciones del Gobierno Central se incorporaban mediante una cuenta residual — los llamados flujos de consolidación — que registraba por diferencia todo aquello no identificado explícitamente, precisamente la partida que concentró los ajustes sin trazabilidad del IFP4T25. La nueva metodología construye la deuda desde un único marco para todo el Gobierno Central. Parte del balance efectivo, agrega de manera explícita cada operación bajo la línea — amortizaciones, garantía y compra de cartera del CAE, bonos de reconocimiento, aportes a empresas públicas, préstamos netos y otras, cada una con un registro identificable en el clasificador presupuestario — y de esas necesidades consolidadas deriva directamente la emisión² y, con los supuestos de moneda y tipo de cambio de cada informe, el stock de deuda. El resultado es que desaparecen las partidas residuales de conciliación, de modo que todo cambio en la deuda proyectada puede rastrearse hasta el balance o hasta una operación específica. Es exactamente el tipo de corrección que este episodio hacía necesaria y que el CFA venía recomendando, y la propia DIPRES señala que seguirá perfeccionando su implementación en los próximos informes.

La necesidad de datos abiertos y supuestos transparentes, además, va más allá de lo fiscal. Información pública como la de municipalidades o las estadísticas tributarias no confidenciales sigue dispersa en sitios de navegación poco amigable, y muchas veces, en formatos de descarga que dificultan la agregación de datos sin recurrir a *web scraping*, método que no todos los analistas y académicos utilizan y que ciertos sitios gubernamentales además no permiten. Un punto de acceso único — una página centralizada con los datos del Estado y que provea la opción de utilizar API para bajada masiva de datos automatizada — sería un avance concreto. La plataforma `datos.gob.cl` ya existe y ofrece una API estándar, pero su cobertura es parcial y su usabilidad limitada, por lo que consolidarla como ventanilla única, con series completas, documentadas y actualizadas, permitiría que ejercicios como el de este informe — o como el del propio CFA — pudieran hacerse íntegramente con información pública.

²La reconstrucción exacta de la emisión a partir del Cuadro II.8.1 del IFP2T26 es la siguiente. La emisión de deuda de cada año equivale a la suma del déficit efectivo, las amortizaciones de deuda, la ejecución de la garantía CAE, la compra de cartera CAE, los bonos de reconocimiento, las acciones en organismos multilaterales, la cuota al Banco Central, los aportes a empresas públicas, los préstamos netos (otorgamiento menos recuperación) y el flujo final de caja, más dos operaciones de activos que el cuadro presenta en términos brutos repartidas entre usos y fuentes, a saber, la compra de títulos y valores de los servicios neta de la venta de activos financieros de los servicios, y la operación de los fondos del Tesoro Público neta del uso de activos financieros. Con las cifras publicadas, esta suma reproduce la emisión de cada año entre 2027 y 2030 con exactitud (diferencias máximas de un millón de pesos, por redondeo). Sería deseable que el cuadro presentara estas dos operaciones de activos en términos netos dentro de los usos, como ya lo hace con los préstamos, de modo que la emisión se obtuviera directamente de la suma de la columna, sin cruzar bloques.

Apéndice técnico

A.1 Notación y fuentes

Sea $t \in \{2019, \dots, 2025\}$ el año en que se publican ambos informes, $i \in \{3T, 4T\}$ el informe y $s \in \{t+1, \dots, t+5\}$ los años del horizonte de proyección. Todas las magnitudes en pesos están en millones de pesos del año $t+1$. Las variables primitivas, tomadas de los cuadros consolidados de los IFP, se detallan en la Tabla A.1.

Tabla A.1: Notación y cuadros IFP de origen de cada variable

Variable	Definición	Cuadros de origen
I_s^i	Ingresos efectivos del Gobierno Central Total	Balances del cap. III; el año $t+1$ se obtiene del cuadro “Balance del Gobierno Central Total” del IFP 4T.
G_s^i	Gastos comprometidos del Gobierno Central Total	Ídem.
D_s^i	Deuda bruta del Gobierno Central, stock al cierre de s	Cuadros “Deuda bruta, cierre estimado” de los capítulos II y III.
δ_s^i	Deuda bruta como porcentaje del PIB	Ídem; para el par correspondiente a 2025 se utilizan los cuadros de Posición Financiera Neta.
ι_s^i	Ingresos efectivos como porcentaje del PIB	Cuadro “Balance del Gobierno Central Total” del año presupuestario.
g_s^i	Crecimiento real del PIB supuesto (%)	Cuadro “Supuestos macroeconómicos” del capítulo III.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

A.2 Revisión del déficit acumulado

El déficit efectivo proyectado y su revisión acumulada se definen como

$$d_s^i \equiv G_s^i - I_s^i \quad (\text{A.1})$$

$$\Delta \text{Déficit}_t = \sum_{s=t+1}^{t+5} (d_s^{4T} - d_s^{3T}) \quad (\text{A.2})$$

Para el par 2025 el resultado es $\Delta \text{Déficit}_{2025} = 13,455,864$ millones de pesos de 2026, cifra que coincide exactamente con la reportada por la DIPRES en el IFP1T26 y por el CFA en el Anexo E.

A.3 Métrica de la revisión de la variación de la deuda (CFA)

La métrica compara la variación del stock de deuda entre el cierre del año t y el final del horizonte en cada informe,

$$\Delta var_t = \underbrace{(D_{t+5}^{4T} - D_t^{4T})}_{\text{variación de la deuda en el IFP4T}} - \underbrace{(D_{t+5}^{3T} - D_t^{3T})}_{\text{variación de la deuda en el IFP3T}} \quad (\text{A.3})$$

donde D_t^i es el stock inicial, es decir, el cierre estimado del año t según el informe i . La lógica es la siguiente. Tomemos cualquiera de los dos informes y llamémoslo i , con i igual a $3T$ o $4T$. Definiendo la variación anual de la deuda como $v_s^i \equiv D_s^i - D_{s-1}^i$, el stock al final del horizonte es el stock inicial más las variaciones anuales encadenadas, en una suma telescópica,

$$D_{t+5}^i = D_t^i + \underbrace{(D_{t+1}^i - D_t^i)}_{v_{t+1}^i} + \underbrace{(D_{t+2}^i - D_{t+1}^i)}_{v_{t+2}^i} + \cdots + \underbrace{(D_{t+5}^i - D_{t+4}^i)}_{v_{t+5}^i} \quad (\text{A.4})$$

y al restar el stock inicial este se cancela con su propia resta, quedando solo la suma de las variaciones anuales entre $t+1$ y $t+5$,

$$D_{t+5}^i - D_t^i = \sum_{s=t+1}^{t+5} v_s^i \quad (\text{A.5})$$

Esto vale para cada informe por separado. Sustituyendo (A.5) en (A.3), el delta entre ambos informes es la resta entre esas dos sumas de variaciones anuales,

$$\Delta var_t = \sum_{s=t+1}^{t+5} v_s^{4T} - \sum_{s=t+1}^{t+5} v_s^{3T} = \sum_{s=t+1}^{t+5} (v_s^{4T} - v_s^{3T}) \quad (\text{A.6})$$

que es un acumulado de flujos, directamente comparable con el $\Delta \text{Déficit}_t$ de la ecuación (A.2). Alternativamente, reordenando los cuatro términos de la ecuación (A.3), la misma magnitud puede escribirse como la revisión del stock al final del horizonte neteando la revisión del punto de partida,

$$\Delta var_t = \underbrace{(D_{t+5}^{4T} - D_{t+5}^{3T})}_{\text{revisión del stock a } t+5} - \underbrace{(D_t^{4T} - D_t^{3T})}_{\text{revisión del stock a } t} \quad (\text{A.7})$$

Las ecuaciones (A.3), (A.6) y (A.7) son la misma magnitud escrita de tres formas.

A.4 Cálculo para los pares 2019 a 2024

Los cuadros de deuda de los IFP construyen el stock según la identidad

$$D_s^i = D_{s-1}^i + \tilde{d}_s^i + h_s^i + a_s^i \quad (\text{A.8})$$

donde $\tilde{d}_s^i$ es el déficit que usa el propio cuadro de deuda (igual a d_s^i salvo en los IFP3T de 2022 a 2024, donde corresponde al déficit compatible con la meta), h_s^i son las holguras de gasto y a_s^i las transacciones en activos financieros. Sumando (A.8) sobre el horizonte y restando entre informes,

$$D_{t+5}^i - D_t^i = \sum_{s=t+1}^{t+5} (\tilde{d}_s^i + h_s^i + a_s^i) \quad (\text{A.9})$$

$$\Delta var_t = \Delta \sum \tilde{d}_s + \Delta \sum h_s + \Delta \sum a_s \quad (\text{A.10})$$

donde $\Delta \sum z_s \equiv \sum_s z_s^{4T} - \sum_s z_s^{3T}$ para cualquier variable z . La identidad (A.8) cierra de manera exacta en los doce informes revisados, sin residuo. La descomposición (A.10) por año es la siguiente.

Tabla A.2: Descomposición de la revisión de la variación de deuda, pares 2019 a 2024 (billones de pesos del año base de cada par)

Año de los informes	$\Delta \sum \tilde{d}_s$ (déficit)	$\Delta \sum h_s$ (holguras)	$\Delta \sum a_s$ (transacc. act. financieros)	Δvar_t
2019	17,8	0,0	-1,9	15,9
2020	-7,6	0,0	7,7	0,1
2021	-25,1	0,0	21,1	-4,0
2022	3,9	-10,0	6,0	-0,1
2023	-2,0	2,2	-4,4	-4,2
2024	8,7	0,3	-0,5	8,5

Nota: En 2024, $\Delta \sum \tilde{d}_s$ (8,7) difiere de $\Delta \text{Déficit}_t$ (8,9) porque el cuadro de deuda del IFP 3T24 utiliza en su horizonte de mediano plazo el déficit compatible con la meta. En 2019 existe una diferencia menor, de 0,03 billones e imperceptible al decimal mostrado, porque los cuadros de deuda de ese año utilizan el déficit del Gobierno Central Presupuestario. En el resto de los años, el déficit utilizado en el cuadro de deuda coincide con el déficit efectivo.

Fuente: DIPRES. Elaboración CEF

A.5 Cálculo para el par 2025

Los IFP de 2025 no publican la deuda en pesos, sino en dólares y en porcentaje del PIB, por lo que la identidad (A.8) no puede aplicarse directamente. Se usa la cifra oficial del CFA (Cuadro E.2 del Anexo E), que valoriza la deuda desagregada por moneda de emisión m con el tipo de cambio y la UF supuestos en cada informe,

$$D_s^i = \sum_m e_{s,m}^i D_{s,m}^i \quad (\text{A.11})$$

donde $D_{s,m}^i$ es la deuda emitida en la moneda m y $e_{s,m}^i$ el precio de esa moneda en pesos supuesto por el informe i para el año s . La conciliación del CFA entre el mayor déficit y la mayor variación

de deuda, en millones de pesos de 2026, es

$$\underbrace{13,455,864}_{\Delta \text{Déficit}} - \underbrace{5,548,183}_{\text{préstamos netos}} - \underbrace{5,579,937}_{\text{flujos de consolidación}} + \underbrace{1,723,852}_{\text{resto de usos}} + \underbrace{1,574,004}_{\text{valorización}} = \underbrace{5,625,600}_{\Delta var_{2025}} \quad (\text{A.12})$$

La DIPRES, en el IFP1T26, reportó para la misma diferencia \$3.896.574 millones, sin explicitar su método de cálculo.

A.6 PIB implícito y expresiones en porcentaje del PIB

Los IFP no publican el PIB nominal proyectado del mediano plazo. El PIB implícito de cada año e informe se obtiene de las cifras publicadas en pesos y en porcentaje del PIB,

$$Y_s^i = \frac{D_s^i}{\delta_s^i/100} \quad (\text{A.13})$$

Para el par 2025, al no existir D_s^i en pesos, el PIB del año presupuestario se ancla en los ingresos y se proyecta con el crecimiento real supuesto por cada informe,

$$Y_{2026}^i = \frac{I_{2026}^i}{\iota_{2026}^i/100}, \quad Y_s^i = Y_{2026}^i \prod_{k=2027}^s \left(1 + \frac{g_k^i}{100}\right) \quad \text{para } s \geq 2027 \quad (\text{A.14})$$

Para el IFP3T21, que no publica δ_s con precisión suficiente para 2023–2026, el PIB implícito se deriva del balance compatible con la meta b_s , publicado en pesos y en porcentaje del PIB (β_s) en el mismo cuadro, con $Y_s^{3T} = b_s/(\beta_s/100)$.

Con estos PIB se calculan las tres expresiones usadas en el texto. La revisión del déficit en puntos del PIB suma las revisiones anuales, cada una sobre el PIB del año e informe respectivo,

$$\Delta \text{Déficit}_t^{pp} = 100 \sum_{s=t+1}^{t+5} \left(\frac{d_s^{4T}}{Y_s^{4T}} - \frac{d_s^{3T}}{Y_s^{3T}} \right) \quad (\text{A.15})$$

que para el par 2025 da 3, 46 puntos del PIB. La revisión de la variación de deuda en puntos del PIB divide por el PIB implícito del año base del IFP4T,

$$\Delta var_t^{pp} = 100 \frac{\Delta var_t}{Y_{t+1}^{4T}} \quad (\text{A.16})$$

lo que constituye una aproximación propia, pues no existe una cifra oficial equivalente. Por último, la comparación de la deuda a 2030 del par 2025 usa directamente los porcentajes publicados, $\delta_{2030}^{3T} = 42, 69$ y $\delta_{2030}^{4T} = 43, 45$, con una diferencia de 0, 76 puntos del PIB sin cálculo adicional.

A.7 Traspaso, brecha de ingresos y advertencias

El traspaso se define como

$$\rho_t = \frac{\Delta var_t}{\Delta \text{Déficit}_t} \quad (\text{A.17})$$

Las cifras de cada par están en pesos de su año base, por lo que los montos de pares distintos no son comparables en niveles y las comparaciones entre años deben hacerse en porcentaje del PIB.

El Gráfico N°4 presenta, para cada año, la brecha entre los ingresos tributarios no mineros efectivos y los estimados, definida como (efectivo – estimado) dividido por los ingresos efectivos del mismo año. Al ser un cociente entre montos del mismo año, la medida es directamente comparable entre años, sin requerir deflactación ni PIB. Un valor negativo indica que los ingresos efectivos resultaron inferiores a lo estimado, es decir, sobreestimación. La serie se construye sobre cifras de la DIPRES. Los valores de ρ_t de 2020 a 2023 no son informativos como medida económica, pues $\Delta \text{Déficit}_t$ es pequeño o de signo contrario a Δvar_t . Toda cifra en pesos de la deuda del par 2025 distinta de la del CFA debe tratarse como aproximación, dado que la conversión desde dólares y porcentaje del PIB depende de los supuestos cambiarios de cada informe.

MERCADO DE CAPITALES

De los Multifondos a los Fondos Generacionales



julio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. La Superintendencia de Pensiones sometió a consulta pública la propuesta de Régimen de Inversión para los Fondos Generacionales, principal componente regulatorio para la implementación del nuevo sistema previsto en la reforma previsional. La propuesta redefine la organización de los fondos, la trayectoria de inversión durante el ciclo de vida y los mecanismos mediante los cuales se evaluará el desempeño de las administradoras.

Principales cambios

- El sistema reemplaza los cinco multifondos por diez fondos asociados a cohortes.
- La exposición al riesgo disminuye automáticamente conforme envejece cada cohorte.
- El afiliado deja de elegir su nivel de riesgo durante la etapa activa.
- Cada AFP deberá informar una asignación estratégica para cada clase de activo.
- Se incorpora una cartera de referencia para evaluar el desempeño de las administradoras.

Continuidades y desafíos

- Los límites generales de inversión presentan una continuidad relevante con el régimen vigente.
- La transición busca evitar recomposiciones abruptas de las carteras de inversión.
- El nuevo esquema incorpora incentivos y aportes vinculados al desempeño relativo.
- Algunos aspectos del diseño han generado observaciones por parte de la industria.
- La propuesta continúa en consulta pública y puede experimentar modificaciones.

Conclusión. La propuesta mantiene una continuidad importante en el universo de inversión, pero introduce cambios relevantes en la forma en que el riesgo se distribuye durante el ciclo de vida y en la evaluación de las administradoras. Si bien el nuevo diseño podría corregir algunas limitaciones del sistema de multifondos, su funcionamiento definitivo dependerá del régimen final que apruebe la autoridad y de la implementación efectiva de sus nuevas reglas e incentivos.

De los Multifondos a los Fondos Generacionales

La reforma previsional aprobada en 2025 estableció el reemplazo de los actuales multifondos por un sistema de fondos generacionales, en el cual el ahorro obligatorio de cada afiliado se invertirá de acuerdo con su etapa del ciclo de vida. Como parte de la implementación de ese mandato, la Superintendencia de Pensiones publicó la propuesta del Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales, documento que define la estructura de los nuevos fondos, su trayectoria de inversión y la forma en que se evaluará el desempeño de las administradoras¹. En ese sentido, esta propuesta —una vez revisada y aprobada— constituirá la base del Régimen de Inversión definitivo que regirá la transición hacia los fondos generacionales a partir de abril de 2027.

En este contexto, resulta pertinente analizar los principales componentes del nuevo esquema de fondos generacionales. Ello implica examinar los cambios más relevantes respecto del sistema de multifondos, los elementos que se mantienen y las nuevas reglas y definiciones que incorpora el régimen propuesto.

Contexto

El esquema actual de multifondos permite a cada afiliado elegir entre cinco fondos, diferenciados principalmente por su exposición al riesgo. El sistema actual presenta una serie de fallas de mercado desde el lado de los afiliados. En primer lugar, existe desconocimiento acerca de la regulación y por tanto de la asignación que maximiza su utilidad a lo largo del ciclo de vida, en consecuencia, existe una inercia previsional importante en el actual sistema asociada a la asimetría de información que presentan los afiliados².

A su vez, el sistema actual —dada la responsabilidad del afiliado de elegir el multifondo— permite la realización de cambios frecuentes entre fondos, no solo siendo esto desde el punto de vista económico/financiero ineficiente para el afiliado, sino que además también puede tener repercusiones a nivel de precios de activos si es que llega a ser un fenómeno que se masifique, como de hecho ocurrió con las recomendaciones masivas de cambios de fondos por parte de Felices y Forrados, que se agudizaron a partir de 2019. En 2021, el problema se corrigió con la aprobación de la Ley 21.314, que, entre otras materias, regula estrictamente a los asesores financieros y previsionales para proteger a los inversionistas y afiliados.

En términos más generales, resulta difícil para un afiliado no especializado escoger de manera permanente el nivel de riesgo adecuado, dificultad que se acentúa por los bajos niveles de educa-

¹Superintendencia de Pensiones, Resolución Exenta N° 910, de 3 de julio de 2026, que somete a consulta pública el Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales. El período de consulta se extiende hasta el 31 de julio de 2026. Disponible en [este enlace](#).

²Por utilidad se entiende la elección racional de la cartera de inversión que maximiza el bienestar esperado del afiliado considerando su etapa del ciclo de vida. Así, mientras un afiliado joven puede beneficiarse de una mayor exposición al riesgo debido a su horizonte de inversión más largo, un afiliado próximo a la jubilación maximiza su utilidad reduciendo dicha exposición y privilegiando la preservación del ahorro acumulado. Por inercia previsional se entiende la permanencia de los afiliados en una alternativa de inversión por desconocimiento del sistema y de las consecuencias de modificar su asignación, más que como resultado de una decisión informada y deliberada.

ción financiera de una parte importante de la población³. Lo anterior corresponde a un problema relevante en un sistema que implica que el afiliado escoja, tanto la administradora (AFP) —que repercute en la comisión que paga mensualmente (los afiliados nuevos son automáticamente designados a la AFP con menor comisión)—, así como el multifondo al cual quiere pertenecer.

Los fondos generacionales buscan corregir estos y otros problemas mediante un enfoque de ciclo de vida, alineando la composición de la cartera con el horizonte que resta hasta la jubilación. En este esquema, el afiliado deja de elegir directamente su nivel de riesgo, ya que la asignación al fondo correspondiente queda determinada por construcción según su tramo etario. No obstante, ello no implica que el nuevo diseño sea necesariamente superior, pues reduce la libertad del afiliado para ajustar su exposición al riesgo de acuerdo con sus preferencias por riesgo, su patrimonio o la existencia de otras fuentes de ingreso.

La Propuesta para el Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales

La propuesta publicada por la Superintendencia de Pensiones propone el régimen de inversión de los fondos generacionales que reemplazarán gradualmente al esquema vigente a partir de abril de 2027. Se trata de un borrador sometido a consulta pública, por lo que su contenido todavía puede sufrir modificaciones.

Una estructura basada en cohortes

El sistema se organizará en diez fondos, asociados a diez etapas de una trayectoria de inversión. Un fondo inicial agrupará a los afiliados de hasta 35 años, ocho fondos intermedios reunirán a las cohortes en tramos de cinco años y un fondo de consolidación concentrará a los mayores de 75 años, como se resume en la Tabla N°1:

³Ver [Resumen Ejecutivo de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera](#).

Tabla N°1: Estructura propuesta de los fondos generacionales

Etapa	Edad de los	
	añados	Orientación general de la cartera
Etapa 1	Hasta 35 años	Fondo inicial; alta exposición a activos de crecimiento.
Etapa 2	36 a 40 años	Alta exposición a activos de crecimiento.
Etapa 3	41 a 45 años	Alta exposición a activos de crecimiento.
Etapa 4	46 a 50 años	Reducción progresiva del riesgo.
Etapa 5	51 a 55 años	Reducción progresiva del riesgo.
Etapa 6	56 a 60 años	Reducción progresiva del riesgo.
Etapa 7	61 a 65 años	Predominio creciente de activos de protección.
Etapa 8	66 a 70 años	Predominio creciente de activos de protección.
Etapa 9	71 a 75 años	Predominio creciente de activos de protección.
Etapa 10	Mayores de 75 años	Fondo de consolidación; predominio de activos de protección.

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Los afiliados se agrupan según su cohorte de nacimiento y permanecen en el mismo fondo intermedio hasta el momento de su pensión, mientras la estrategia de inversión de ese fondo se vuelve gradualmente más conservadora a medida que la cohorte envejece. Cada cinco años las administradoras deberán crear un nuevo fondo para la cohorte más joven, mediante la división del fondo inicial, y fusionar el fondo intermedio más antiguo con el fondo de consolidación, de modo que el número total de fondos se mantiene constante en diez. Por lo tanto, no son las personas las que solicitan un cambio de fondo cada cinco años, sino que es la cartera del propio fondo la que transita por las distintas etapas del ciclo de vida.

Esta estructura difiere de manera significativa respecto del esquema vigente. En el sistema actual existen cinco alternativas, diferenciadas principalmente por su nivel de riesgo y su exposición a renta variable, entre las cuales el afiliado puede optar dentro de ciertas restricciones asociadas a su tramo etario. En el nuevo esquema habrá diez fondos vinculados a cohortes y una trayectoria automática de inversión. Cabe precisar que no existe una equivalencia exacta entre el fondo A y la etapa 1 ni entre el fondo E y la etapa 10, ya que, si bien pueden presentar orientaciones de riesgo similares, las categorías regulatorias y los límites utilizados en ambos regímenes no son idénticos.

A su vez, un elemento central del nuevo esquema es la trayectoria de inversión o *glidepath*, es decir, una senda que reduce progresivamente el riesgo de la cartera a medida que la cohorte se acerca a la edad legal de jubilación y que continúa ajustándose para aquellos pensionados en la modalidad de retiro programado. Para construir esa trayectoria, el borrador clasifica los activos en dos grupos regulatorios. Por un lado, los activos de crecimiento, de mayor retorno esperado y mayor volatilidad, comprenden la renta variable nacional, la renta variable extranjera de mercados desarrollados y de mercados emergentes, la renta fija de alto rendimiento, la renta

fija extranjera emergente y los activos alternativos, tanto de capital privado como de otro tipo. Por otro lado, los activos de protección, orientados a dar mayor estabilidad a la cartera, reúnen la renta fija nacional de gobierno, la renta fija nacional corporativa con grado de inversión y la renta fija extranjera desarrollada con grado de inversión. El resumen puede observarse en la siguiente tabla:

Tabla N°2: Diferencias entre los multifondos y los fondos generacionales

	Régimen vigente	Propuesta de fondos generacionales
Número de fondos	Cinco (A, B, C, D y E).	Diez, asociados a cohortes de nacimiento.
Criterio de asignación	Elección del afiliado, con asignación por defecto y restricciones según edad.	Asignación automática según cohorte de nacimiento del afiliado.
Elección del afiliado	Puede elegir fondo y cambiarse entre ellos.	No elige entre fondos generacionales; permanece en el fondo de su cohorte.
Evolución del riesgo	El perfil de cada fondo es estable; el ajuste depende de decisiones del afiliado.	Automática; la estrategia se vuelve más conservadora con la edad de la cohorte.
Principal categoría regulatoria	Renta variable total (límites mínimos y máximos por fondo).	Activos de crecimiento y de protección (diez clases de activos).
Asignación estratégica	No se exige informar una asignación estratégica.	Cada AFP debe informarla dentro de los rangos establecidos en el Anexo 1 de la propuesta.
Evaluación de la AFP	El régimen de inversión vigente no contempla una evaluación del desempeño respecto de una cartera de referencia.	Desempeño relativo a una cartera de referencia en períodos móviles de 36 meses.
Posibilidad de retribución o aporte	No contempladas en el régimen de inversión vigente.	Retribución adicional o aporte de la AFP según bandas de desviación.

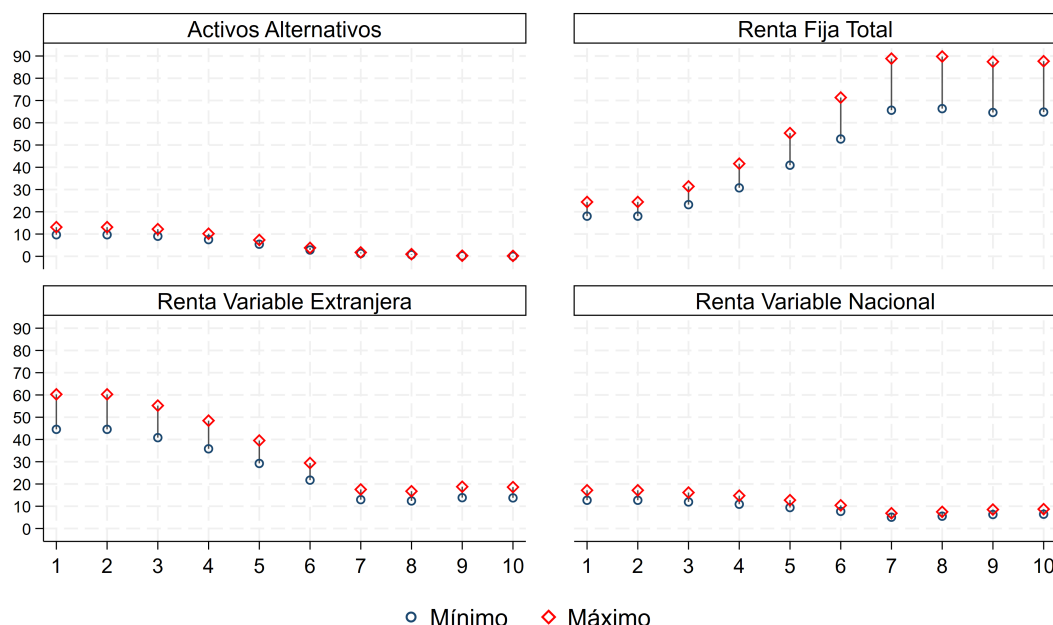
Nota: En el caso del sistema actual, las administradoras pagan multas cuando se desvían de los promedios de rentabilidad más allá de los márgenes establecidos. No obstante, el régimen de inversión vigente no contempla explícitamente –a diferencia de la propuesta para el régimen de fondos generacionales– la evaluación de la AFP respecto de una cartera de referencia, así como tampoco la posibilidad de retribución o aportes.

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Rangos de asignación estratégica

El Anexo 1 de la propuesta establece, para cada etapa y para cada una de las diez clases de activos, un rango dentro del cual deberá situarse la asignación estratégica que informe cada administradora. El Gráfico N°1 agrupa esas diez clases en cuatro categorías para ilustrar la trayectoria:

Gráfico N°1: Límites de asignación estratégica por etapa del fondo generacional (% del total del fondo)



Nota: Los intervalos corresponden a la suma de los rangos mínimos y máximos de las clases de activos incluidas en cada categoría. Los extremos de las distintas categorías no necesariamente pueden alcanzarse simultáneamente, dado que la asignación estratégica total del fondo debe sumar 100 %.

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Cabe señalar que esta clasificación regulatoria no coincide completamente con la agrupación financiera señalada previamente. En particular, el Gráfico N°1 reúne toda la renta fija en una misma categoría para facilitar la comprensión; no obstante, el borrador clasifica la renta fija de alto rendimiento y la renta fija extranjera emergente como activos de crecimiento.

El gráfico anterior evidencia que en las primeras etapas la cartera admite una elevada exposición a renta variable extranjera y una participación relativamente reducida de renta fija, mientras que, a medida que la cohorte envejece, la renta fija pasa a ser el componente predominante y disminuyen la renta variable y los activos alternativos. La renta variable extranjera se reduce desde un rango permitido de 44,56 % a 60,29 % en las etapas iniciales hasta 13,77 % a 18,62 % en la etapa de consolidación, en tanto que la renta fija total aumenta desde un rango permitido de 18,05 % a 24,41 % en la primera etapa hasta 64,80 % a 87,66 % en la etapa 10. Los activos alternativos caen desde 9,69 % a 13,11 % hasta un rango permitido de 0 % a 0,20 %, mientras que la renta variable nacional disminuye, pero conserva una presencia de entre 6,43 % y 8,70 % en la etapa final⁴.

Estos rangos o límites permitidos no deben interpretarse como la composición efectiva que necesariamente tendrán los fondos. Cada rango constituye una restricción individual y, por construcción, ni los mínimos ni los máximos de las cuatro categorías deben sumar 100 %. Los intervalos delimitan el espacio dentro del cual cada administradora deberá definir una asignación

⁴Esto da cuenta que incluso en las cohortes jóvenes, la inversión en riesgo nacional es reducida relativo a la inversión en riesgo extranjero.

estratégica completa que sí debe sumar 100 % en cada etapa.

Comparación con los límites de los multifondos

La comparación con el régimen vigente no es perfectamente directa, porque ambos esquemas utilizan categorías distintas. El régimen actual diferencia a los multifondos principalmente mediante límites mínimos y máximos de renta variable total, complementados con límites máximos para la inversión en el extranjero y para los activos alternativos, como muestra la Tabla N°3:

Tabla N°3: Principales límites de inversión del régimen vigente

Fondo	Renta variable	Renta variable	Inversión	Activos
	mínima	máxima	extranjera máxima	alternativos máximos
A	40 %	80 %	100 %	13 %
B	25 %	60 %	90 %	11 %
C	15 %	40 %	75 %	9 %
D	5 %	20 %	45 %	6 %
E	0 %	5 %	35 %	5 %

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Si bien lo mostrado en la tabla anterior es cierto para el agregado, en la práctica, de todas formas el sistema actual presenta más de cien límites individuales dependiendo de la clase de activo. Asimismo, la propuesta para el régimen de inversión de los fondos generacionales, en cambio, añade rangos estratégicos detallados para diez clases de activos, una trayectoria explícita que cambia con la edad de la cohorte y una cartera de referencia contra la cual se evaluará el desempeño. Por lo mismo, no corresponde comparar el límite de renta variable vigente con el límite de activos de crecimiento del nuevo régimen como si fueran la misma categoría, ni convertir los límites de inversión extranjera total en límites de renta variable extranjera.

Ahora bien, pese al cambio de “sistema”, los límites generales propuestos presentan una continuidad importante respecto del régimen vigente. El límite global de inversión en el extranjero se mantiene en 80 % del valor total de los fondos administrados por cada AFP, los máximos de activos alternativos se mueven en magnitudes comparables a las actuales y el universo general de instrumentos elegibles es similar. Esta continuidad no debe interpretarse como una señal de que la reforma carezca de efectos. El principal cambio se encuentra en la forma en que el riesgo se distribuye durante el ciclo de vida, en la definición de asignaciones estratégicas, en la reducción automática de la exposición a activos de mayor riesgo, en la incorporación de carteras de referencia y en el mecanismo de retribuciones y aportes por desempeño.

Existe además una razón económica para evitar una modificación abrupta de los límites por clase de activo. Si la regulación anunciara que, una vez implementados los fondos generacionales, las AFP deberán efectuar una recomposición muy significativa de sus carteras, los efectos

podrían comenzar antes de la fecha efectiva del cambio, ya que los inversionistas anticiparían las compras y ventas futuras de las administradoras e incorporarían esa información en los precios actuales. Los activos que se espere que las AFP vendan podrían perder valor de manera anticipada, aquellos que se espere que compren podrían encarecerse, y las administradoras enfrentarían precios menos favorables y posibles presiones de liquidez al momento de la transición, con costos que terminarían afectando el valor de los fondos de los afiliados. Este punto es relevante considerando el tamaño de los fondos de pensiones en relación con algunos segmentos del mercado de capitales chileno, donde una recomposición obligatoria y simultánea podría tener efectos materiales sobre los precios de los activos, las tasas de interés y las condiciones de liquidez. Cabe precisar que esta lectura corresponde a una interpretación económica/financiera razonable del diseño y no a una motivación expresamente declarada por la Superintendencia. Asimismo, es conveniente agregar también que se establecen revisiones periódicas de la composición de las carteras.

En consecuencia, la continuidad de una parte importante de los límites reduce la necesidad de una recomposición abrupta de las carteras al momento de la transición. Esto permite que el principal cambio inicial se concentre en la estructura de los fondos, su trayectoria de inversión y los incentivos de las administradoras, evitando que la implementación obligue a realizar compras y ventas masivas de activos en un período acotado. Si las autoridades estimaran conveniente modificar de manera más profunda la composición admisible de las carteras, sería razonable esperar que esos cambios se introdujeran gradualmente después de la implementación, mediante límites transitorios, trayectorias previamente anunciadas o plazos amplios de ajuste. Dicho lo anterior, los límites de ambos regímenes no son idénticos y la propuesta contiene ajustes en diversas materias, aunque sin transformar sustancialmente —en promedio— el universo de inversión, tanto en composición de la cartera como en los tipos de instrumentos permitidos.

En ese sentido, si bien es cierto que gran parte del universo general de instrumentos continúa disponible para los nuevos fondos, tanto en disponibilidad como límites permitidos de inversión, el cambio más sustantivo se encuentra en la estructura de los fondos, es decir, el paso de multifondos a los fondos generacionales. Esto implica cambios en la trayectoria del riesgo para los afiliados e introducción de nuevas reglas en el régimen de inversión como la asignación estratégica por clase de activo, la cartera de referencia y el sistema de incentivos y aportes para las administradoras.

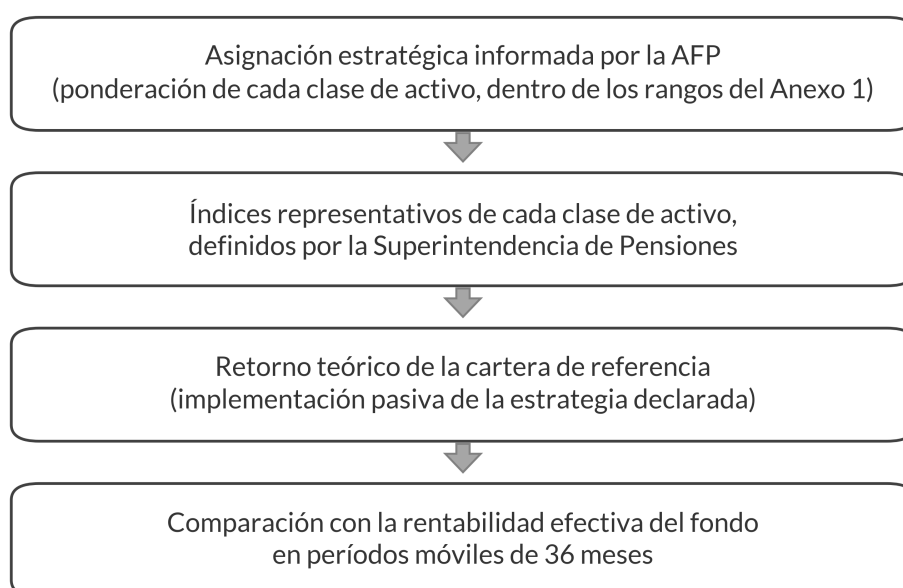
La cartera de referencia

La cartera de referencia es el instrumento central para evaluar la gestión de las administradoras. Cada AFP deberá informar a la Superintendencia una asignación estratégica para cada clase de activo, dentro de los rangos establecidos. La Superintendencia, por su parte, determinará mediante resolución un índice representativo para cada clase de activo. La cartera de referencia será entonces una cartera teórica, construida combinando las ponderaciones estratégicas informadas por la propia administradora con el rendimiento de los índices definidos por la autoridad. En términos simples, dada la estrategia que la propia AFP declaró y el desempeño observado de los índices representativos, la cartera de referencia estima cuánto habría rentado una implementa-

ción pasiva de esa estrategia.

La cartera de referencia no corresponde necesariamente a los activos específicos mantenidos por la administradora. Cada AFP podrá desviarse de ella mediante su selección de instrumentos, emisores, monedas, duración y otras decisiones de inversión, pero su desempeño será evaluado respecto de esa alternativa comparable. La construcción del mecanismo está definida en la propuesta y, junto con ella, la Superintendencia sometió a consulta una resolución que identifica los índices de mercado que se utilizarán para cada categoría⁵. El esquema del Gráfico N°2 resume la lógica del mecanismo:

Gráfico N°2: Límites de asignación estratégica por etapa del fondo generacional (% del total del fondo)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

La introducción de la cartera de referencia constituye uno de los principales cambios del nuevo régimen de inversión asociado a los fondos generacionales, ya que establece un mecanismo mediante el cual se evaluará el desempeño de las administradoras. Sobre esa evaluación se construye el esquema de incentivos del sistema, que determina las retribuciones y los aportes que corresponderán a cada una de ellas.

En ese sentido, la rentabilidad real promedio mensual de cada fondo generacional será comparada con la de su cartera de referencia durante un período móvil de 36 meses, y en torno a esa comparación se define una banda de desviación para cada etapa. No basta con superar levemente la cartera de referencia para acceder a una retribución. Para ello deben cumplirse conjuntamente varias condiciones, entre ellas superar el límite superior de la banda, mantener el error de seguimiento dentro del máximo permitido, alcanzar un ratio de información mínimo (0,33 de acuerdo a la propuesta) y registrar una rentabilidad nominal positiva en el período. El error de seguimiento o tracking error corresponde a la volatilidad de la diferencia entre el retorno del fondo y el de su

⁵Ver [proyecto de resolución de la Superintendencia de Pensiones](#).

cartera de referencia, mientras que el ratio de información mide el exceso de retorno respecto de esa cartera, ajustado por el riesgo asumido al desviarse de ella.

Cumplidas esas condiciones, la administradora recibe una fracción, fijada en 5 %, de la parte del exceso de retorno que supera la banda, y no una fracción de toda la rentabilidad del fondo ni de todo el exceso respecto de la referencia. En sentido contrario, si el desempeño queda por debajo del límite inferior de la banda, la AFP deberá efectuar un aporte desde su propio patrimonio al fondo respectivo. Tanto la retribución como el aporte estarán sujetos a un tope equivalente al 15 % de las comisiones promedio cobradas por las administradoras respecto de la misma cohorte, aplicadas al valor del fondo correspondiente.

Este mecanismo no constituye una garantía de sostenibilidad del fondo ni de una rentabilidad determinada. Debe entenderse como un dispositivo de alineamiento de incentivos, que hace más explícita la estrategia de cada administradora y la hace participar parcialmente en los resultados relativos de su gestión.

Sin embargo, este diseño ha recibido algunas críticas por parte de la industria. Esto porque los premios y castigos no tienen un diseño simétrico. Las exigencias para los premios son mayores, lo que podría llevar a que, para minimizar el riesgo de castigos, las administradoras opten por no desviarse de los índices representativos por clase de activo, con lo que se atenúa el incentivo a maximizar los retornos.

Por otra parte, las bandas que establece el regulador para que las AFP elijan sus carteras de referencia son bastante acotadas, lo que entrega poca flexibilidad para que las administradoras definan sus carteras de referencia.

Conclusión

La propuesta de Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales reemplaza una estructura basada en la elección entre cinco perfiles de riesgo por una trayectoria automática asociada al ciclo de vida. El nuevo esquema puede reducir decisiones de corto plazo y ajustar mejor el riesgo al horizonte previsional de cada cohorte, aunque también disminuye la capacidad de elección individual de los afiliados. La incorporación de carteras de referencia, por su parte, vuelve más explícita la estrategia de cada administradora y permite evaluar su desempeño respecto de una alternativa comparable.

La propuesta combina dos elementos. Por una parte, mantiene una continuidad importante en el marco de inversión, lo que facilita la transición y reduce el riesgo de una recomposición abrupta de las carteras. Por otra, introduce cambios sustantivos en la organización de los fondos, la trayectoria del riesgo, la asignación estratégica y la evaluación del desempeño de las administradoras. La similitud de algunos límites no debe llevar a presentar la reforma como algo meramente legal, ya que una transición prudente puede ser financieramente relevante precisamente porque evita que el cambio regulatorio produzca movimientos desordenados en los precios de los activos.

Finalmente, el funcionamiento definitivo del sistema dependerá de los índices de referencia

definitivos, los parámetros, las normas operativas y las condiciones de transición que todavía deben establecerse. En consecuencia, una evaluación completa de los fondos generacionales solo podrá efectuarse una vez que estos elementos se encuentren totalmente definidos y aprobados y el nuevo esquema comience a operar.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Cifras Preocupantes, Propuestas Concretas



julio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El mercado laboral chileno continúa mostrando señales de deterioro, con una recuperación del empleo cada vez más apoyada en la informalidad y una creación insuficiente de puestos de trabajo formales. En este contexto, la Mesa de Reactivación Laboral convocada por el Ministerio del Trabajo propuso un conjunto de reformas orientadas a mejorar la participación laboral, fortalecer la formalidad y reducir las rigideces que afectan la contratación.

Diagnóstico laboral

- La tasa de desempleo alcanzó 9,4 %, con un aumento de 63 mil desocupados en un año.
- La creación de empleo reciente se explica principalmente por ocupaciones informales.
- Los costos laborales reales crecieron muy por sobre la productividad del trabajo.
- El desempleo juvenil alcanzó niveles históricamente elevados fuera de la pandemia.
- El empleo femenino continúa condicionado por barreras asociadas a los cuidados.

Propuestas principales

- Se propone ampliar la cobertura de cuidados mediante Sala Cuna Universal.
- Se recomienda rediseñar los subsidios al empleo para fortalecer la contratación.
- Las propuestas incluyen reformas a capacitación y desarrollo de habilidades.
- Se plantean cambios regulatorios para aumentar flexibilidad y certeza jurídica.
- Se busca mejorar la disponibilidad y calidad de la información laboral.

Conclusión. El diagnóstico de la Mesa de Reactivación Laboral sugiere que la debilidad del empleo responde no solo al menor crecimiento económico, sino también a factores estructurales que afectan la contratación formal. En este contexto, las propuestas presentadas constituyen una agenda amplia de reformas cuyo impacto dependerá tanto de su diseño específico como de la capacidad de alcanzar acuerdos para su implementación gradual.

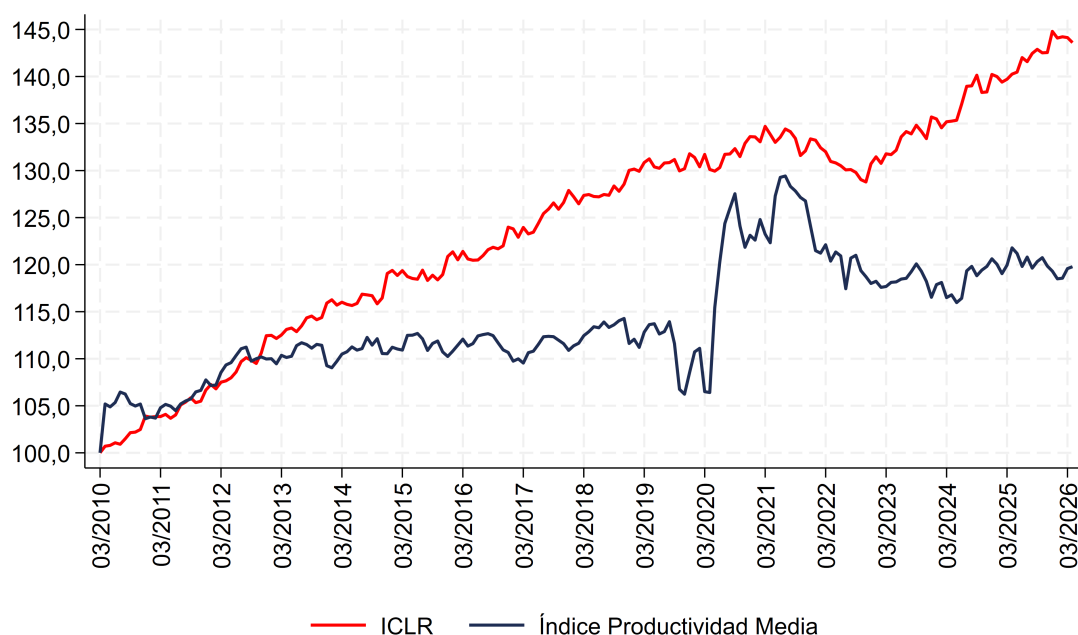
Cifras Preocupantes, Propuestas Concretas

La Encuesta de Empleo del INE del trimestre marzo-mayo fue nuevamente un balde de agua fría sobre el mercado laboral. El desempleo subió a 9,4 %, lo que significa 63 mil desocupados más que hace un año atrás. Los que buscan trabajo por primera vez superan las 100 mil personas, más de la mitad mujeres. Para estas últimas, la tasa de desempleo es de 10,5 %, por tercer mes consecutivo por arriba de 10 %.

Por otra parte, en doce meses la ocupación aumentó en 70 mil; sin embargo, el empleo formal cayó en 43 mil en ese lapso, por lo que la creación de puestos de trabajo está totalmente explicada por el empleo informal. Los trabajadores por cuenta propia informales aumentaron en 51 mil y, lo más preocupante, los asalariados informales del sector privado crecieron en 63 mil. Se trata de una categoría de empleo que agrupa a 929 mil ocupados, que debería estar en las prioridades de política pública, ya que se trata de personas que trabajan bajo dependencia, pero no cuentan con seguridad social, ni tampoco puede garantizarse que cumplan las normas de jornada, vacaciones u otras. El hecho de que esta categoría esté aumentando en forma importante puede ser una consecuencia indeseada del aumento de costos laborales en los últimos años.

Si analizamos el comportamiento del Índice de Costos Laborales (ICL), deflactado por IPC, en los últimos tres años ha tenido un aumento de 10 %, mientras que la productividad media del trabajo (IMACEC/Ocupación) ha crecido solo un 1 %. Esa brecha es, sin duda, un desincentivo a la contratación formal. El siguiente gráfico muestra la comparación entre el Índice Real de Costos Laborales y la productividad media, que está estancada desde hace mucho tiempo. El aumento de nivel en la productividad posterior a la pandemia se explica en parte importante por la salida del mercado laboral de los trabajadores de menor calificación, lo que tampoco es una buena noticia.

Gráfico N°1: Índice Real de Costo Laboral y Productividad media del trabajo* (Índices Marzo 2010 = 100)

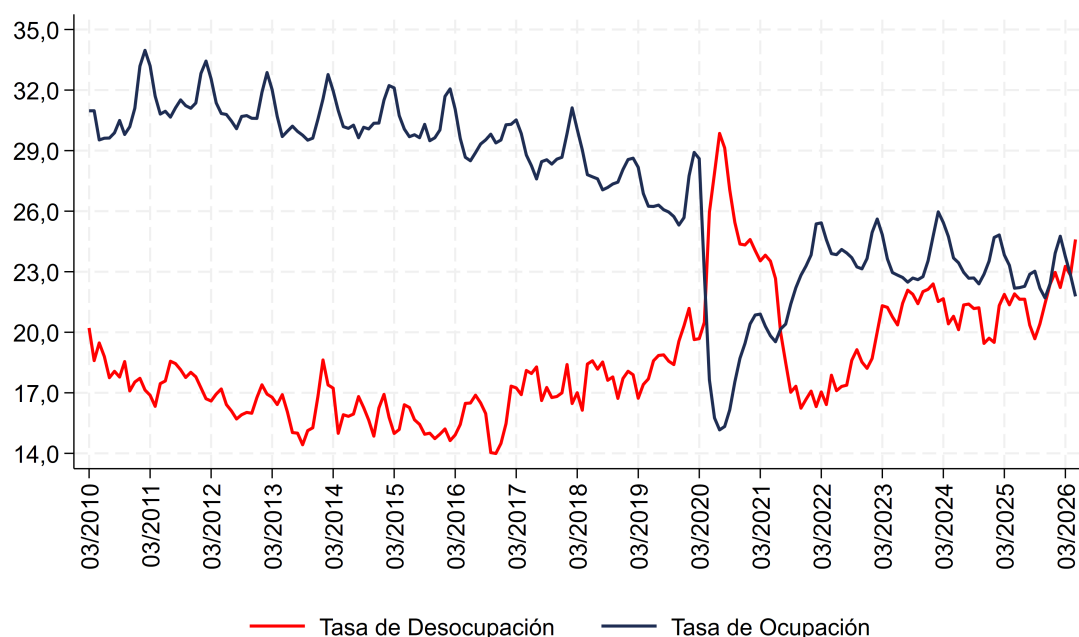


*Productividad Media = IMACEC desestacionalizado/Ocupación

Fuente: INE y BCCH. Elaboración CEF

Otro elemento que apunta a los efectos del aumento de costos laborales más allá de la productividad es lo que ocurre en materia de empleo juvenil, en el tramo de 15-24 años, donde se observa una caída en la tasa de ocupación (Ocupados/Población) y un aumento en la tasa de desempleo. De hecho, por primera vez desde que existen las series (con excepción de la pandemia), la tasa de desempleo supera a la tasa de ocupación para este segmento etario. Junto con ocupación femenina, el empleo juvenil debería ser prioritario en la agenda de políticas para el mercado laboral.

Gráfico N°2: Tasa de Ocupación y Desempleo del segmento 15-24 años (%)



Fuente: ENE, INE

Estas negativas cifras del mercado laboral llevaron al Ministro del Trabajo, Tomás Rau, a convocar a un grupo de expertos¹ con el objeto de plantear una agenda de políticas que buscara revertir este problema. El análisis se hizo bajo la premisa de que, aunque la reactivación del crecimiento económico es una condición necesaria para dinamizar el empleo, esto sería insuficiente, ya que el comportamiento de la ocupación en los últimos años está por debajo de lo que sería la relación normal entre el empleo y el producto², por lo que habría elementos estructurales, más allá del estancamiento de la actividad, que están dañando el mercado laboral.

Esta Mesa de Reactivación Laboral, luego de 49 días de trabajo, entregó un set de 22 propuestas para el mercado laboral³, agrupadas en cinco áreas, que resumimos a continuación.

I. Empleo femenino y ciclo de cuidados (Propuestas 1 a 4)

La principal barrera al empleo femenino en Chile es la carga de cuidados no remunerados: el 33,6 % de las mujeres fuera de la fuerza laboral lo atribuye al trabajo doméstico y de cuidado, y el 93 % de quienes están fuera del mercado por cuidar hijos o adultos mayores son mujeres. A ello se suma una brecha de cobertura de educación inicial respecto del promedio OCDE que es significativa hasta los cuatro años y que actualmente carece de una política de cierre para el tramo de dos a cuatro años. Las propuestas apuntan a resolver estos vacíos.

¹Los integrantes de la Mesa de Reactivación Laboral son David Bravo (quien la presidió), María José Abud, Cecilia Cifuentes, Claudia Martínez, Alejandro Micco, Cuky Pérez, Ricardo Ruiz de Viñaspre, Benjamín Villena y María José Zaldívar.

²Ver [Informe Macroeconómico CEF de abril de 2026](#).

³El Informe Final se encuentra disponible en el siguiente [enlace](#).

1. Sala cuna universal

Aprobar con urgencia la reforma en trámite en el Senado, que elimina el umbral de 20 trabajadoras del artículo 203 del Código del Trabajo, crea un fondo financiado con cotizaciones del empleador y aporte fiscal, garantiza el derecho a madres y padres trabajadores, e incorpora prestadores públicos y privados bajo estándares del Ministerio de Educación. La Mesa agrega que el financiamiento debe ser suficiente para cubrir el costo efectivo en cada comuna, con informe de sostenibilidad anual y publicación de microdatos del Seguro de Cesantía para seguimiento independiente.

2. Jardín infantil universal para 2 a 4 años

Establecer como meta eliminar la brecha de cobertura de más de 20 puntos porcentuales con la OCDE en este tramo. La reforma debiera diseñarse una vez que la sala cuna universal esté en operación y se cuente con evidencia sobre demanda y oferta efectiva.

3. Sistema Integrado de Cuidado Extraescolar

Crear una extensión horaria del servicio educativo público para niños entre 6 y 13 años (16 a 19 hrs. en días hábiles, jornada completa en vacaciones), basada en el Programa 4a7 de SernamEG pero con mayor cobertura, administración centralizada, registro único de postulación y copago decreciente según vulnerabilidad.

4. Monitoreo centralizado de cupos

Implementar un sistema que integre cupos, matrícula, asistencia y listas de espera de todos los establecimientos preescolares —públicos, subvencionados y privados— y una plataforma de postulación única digital con criterios transparentes basados en el Registro Social de Hogares.

II. Subsidios al empleo, jóvenes y formalidad (Propuestas 5 a 8)

La tasa de desempleo juvenil alcanzó 24,6 % en el trimestre marzo-mayo 2026 (cercana a 30 % entre mujeres jóvenes), y los registros administrativos muestran una caída neta de 70 mil empleos formales cotizantes desde marzo 2022. El Subsidio Unificado al Empleo (SUE, Ley 21.808) unifica y reemplaza al subsidio al empleo joven y al bono de trabajo de la mujer, medida que entra en vigencia en octubre de este año.

5. Rediseño del SUE

Permitir que el empleador conozca antes de contratar si el trabajador califica para el subsidio, para que opere efectivamente como incentivo a la contratación. Si esto no es posible técnicamente, eliminar la focalización por Registro Social de Hogares. Agregar flexibilidades para épocas de emergencia: extender el plazo, ampliar distribuciones posibles e incorporar a hombres de 25 a

55 años. Se recomienda además sustituir el crédito tributario al empleo del proyecto de reconstrucción por instrumentos más focalizados como el SUE.

6. Doble y triple turno en obras públicas

Negociar con los proveedores de proyectos de inversión pública en curso la incorporación de un segundo o tercer turno de trabajadores, multiplicando el empleo generado sin incrementar el costo de capital. Esto permite duplicar o triplicar el empleo en obras en ejecución, con efectos inmediatos.

7. Agenda de formalización

Constituir un grupo de trabajo gubernamental para diseñar estrategias de formalización laboral, en torno a tres ejes: corregir distorsiones del Registro Social de Hogares que pueden operar como desincentivo a declarar ingresos; desarrollar incentivos innovadores como plataformas de cotización simplificada (tipo One Click de la CCS) o herramientas de contratación doméstica (tipo DomestikCo); y simplificar la afiliación de pymes a las Cajas de Compensación.

8. Programa Talento Joven

Crear un programa de prácticas laborales para estudiantes de educación media técnico-profesional, con alianza público-privada, vinculando en una primera etapa 100 liceos TP con grandes empresas. Incluye formación de Maestros Guía, actualización docente y seguimiento de trayectorias.

III. Capacitación laboral y desarrollo de habilidades (Propuestas 9 a 11)

Chile muestra resultados en el peor tramo de la OCDE en la medición PIAAC 2023. El 53 % de la población adulta en el nivel más bajo de comprensión lectora y 56 % en el inferior de cálculo cuantitativo. La franquicia tributaria de capacitación ha mostrado escasa efectividad en empleabilidad e ingresos, regresividad en favor de grandes empresas y costos de intermediación desproporcionados respecto de la capacitación efectivamente ejecutada.

9. Reforma de la franquicia tributaria

Mantener la franquicia, pero con cambios estructurales, entre estos, establecer copago obligatorio a todo evento (excepto para pymes, precontratos y cuentas de reparto); alinear el crédito tributario solo a lo efectivamente gastado, con tope de 5 % para comisiones de OTIC (hoy hasta 15 %); no franquiciar cursos autoaplicados o asincrónicos sin tutoría; ampliar la franquicia sin copago para prácticas de estudiantes TP y egresados de programas SENCE; y fortalecer la fiscalización conjunta SENCE-SII.

10. Rediseño de programas sociales SENCE

Diseñar un sello de calidad para OTEC que atienden desempleados, establecer licitaciones multianuales (mínimo 3 años) para instituciones acreditadas, financiar directamente a fundaciones con propuestas innovadoras, crear un *voucher* de capacitación para trabajadores desempleados, y ligar los incentivos económicos a los OTEC al empleo formal efectivamente obtenido por sus egresados.

11. Sistema de Desarrollo Continuo de Habilidades Productivas (SDCHP)

Crear una capa de integración sobre los sistemas existentes —SABE, Elige Mejor, ChileValora, BNE— con una taxonomía nacional de habilidades común que oriente a cada persona hacia rutas formativas con salida laboral real. El sistema cerraría el ciclo verificando, mediante cruce con registros del Seguro de Cesantía y el SII, si la persona efectivamente encontró empleo y a qué salario.

IV. Regulación laboral con impacto en empleo (Propuestas 12 a 20)

Este es el capítulo más extenso del informe. La Mesa identifica cinco ejes problemáticos. Dentro de ellos, la rigidez del período de referencia para el cálculo de jornada, la ausencia de un mecanismo permanente de reducción de horas ante shocks, los costos y distorsiones de la indemnización por años de servicio, el debilitamiento jurisprudencial de la polifuncionalidad, y la incertidumbre en la causal de necesidades de la empresa. El diagnóstico es que la normativa y su implementación se ha traducido en un deterioro de la certeza jurídica para los empleadores, dañando los incentivos a contratar.

12. Período de referencia para jornada

Extender el período para calcular el promedio de horas ordinarias desde las actuales 4 semanas hasta al menos 15 semanas (promedio OCDE) o idealmente 52 semanas, manteniendo el techo de 52 horas semanales del artículo 31. Chile es hoy el más restrictivo entre los 20 países de la OCDE con mecanismos de distribución horaria; el artículo 22 bis agrava esto al prohibir mantener 45 horas por más de dos semanas consecutivas. Para una actividad con 12 semanas de *peak*, ampliar el período a 52 semanas reduciría el costo laboral anual en 9,4 %.

13. Mecanismo de reducción temporal de jornada ante shocks

Crear un instrumento permanente (análogo al *Kurzarbeit* alemán) que, ante contracciones severas de actividad, permita reducir la jornada pactada con compensación parcial vía Seguro de Cesantía, a cambio de la prohibición de despidos durante la vigencia del pacto. La Ley de Protección del Empleo operó este mecanismo durante la pandemia, pero Chile carece de un instrumento estable para shocks transitorios.

14. Jornadas excepcionales para operación continua

Simplificar la autorización y renovación de jornadas excepcionales en sectores como minería, data centers y transporte público, donde la operación ininterrumpida hace inviable la aplicación de la jornada ordinaria.

15. Indemnización a todo evento

Evaluar rigurosamente la eliminación gradual de la indemnización por años de servicio, reemplazándola por un sistema de ahorro individual portable financiado con una cotización adicional al Seguro de Cesantía. El nuevo régimen aplicaría a nuevos contratos; los trabajadores actuales conservarían sus derechos y podrían adherirse voluntariamente. La IAS vigente genera tres distorsiones: efecto candado que traba la movilidad voluntaria, pasivo contingente incierto para las empresas y sesgo contra jóvenes y mujeres.

16. Polifuncionalidad

Modificar el artículo 10 N°3 del Código del Trabajo para reponer el espíritu original de la Ley 19.759 (2001), debilitado por el Dictamen ORD. N°1370 de 2023 y el ORD. N°107 de 2026 de la Dirección del Trabajo y por fallos judiciales que exigen que las funciones pactadas respondan a una “única naturaleza de servicios”. Se propone reemplazar el texto vigente por uno que permita pactar dos o más funciones independientemente de su naturaleza, con la sola condición de que queden especificadas en el contrato.

17. Certeza jurídica en la causal de necesidades de la empresa

Fortalecer el artículo 161 inciso 1° del Código del Trabajo explicitando que “necesidades de la empresa” comprende cambios en la organización interna y externa —cierres de establecimientos, caídas sostenidas de ventas o producción, entre otros—. Se propone también reponer la “falta de adecuación del trabajador” como causal de despido, eliminada previamente y que hoy obliga a pagar el recargo del 30 % en desvinculaciones por inadecuación.

18. Mesa sobre judicialización laboral

Constituir una instancia conjunta del Ministerio del Trabajo y el Ministerio de Justicia para medir el fenómeno, evaluar su impacto en costos laborales y diseñar alternativas robustas de resolución de conflictos.

19. Teletrabajo para cuidadores

Modificar la Ley 21.645 para que las personas que accedan al teletrabajo por su condición de cuidadores de menores o personas con dependencia puedan hacerlo sin sujeción a jornada, amparándose en la excepción del artículo 22 inciso 2° del Código del Trabajo.

20. Ley EAT y plataformas de transporte

Proponer una ley correctiva que elimine el requisito de licencia profesional y la norma de congelamiento del registro de conductores por 18 meses de la Ley 21.553. Según datos de mayo de 2026, el 83 % de los 136 mil conductores EAT no cumpliría alguno de los dos requisitos, lo que afectaría gravemente el empleo en este sector.

V. Información del mercado laboral (Propuestas 21 y 22)

21. Discrepancias estadísticas

Solicitar al INE que explique técnicamente la discrepancia entre la Encuesta Nacional de Empleo y los registros administrativos de la Superintendencia de Pensiones respecto de la evolución de los cotizantes entre marzo de 2022 y marzo de 2026, que han arrojado conclusiones opuestas sobre la formalidad laboral.

22. Sistema abierto de información laboral

Implementar desde el Ministerio del Trabajo un sistema de microdatos anonimizados que integre las bases del Seguro de Cesantía, los registros de SENCE, el Registro Social de Hogares, los datos de la Dirección del Trabajo y los registros de la Superintendencia de Pensiones y de la Superintendencia de Seguridad Social, vinculados mediante identificadores enmascarados únicos de personas, hogares y empresas.

Es de esperar que este conjunto de propuestas, o al menos una parte de ellas, pase a formar parte de una agenda de reformas al mercado laboral. Se trata, en su gran mayoría, de cambios legales que, luego de alcanzar un consenso técnico, requerirán apoyo político. No es una tarea fácil, pero sí un avance necesario para poner estos temas sobre la mesa. La compleja situación del mercado laboral exige que asuntos que han permanecido relegados por largo tiempo puedan discutirse de manera seria, alejados de consignas simplistas. De poco sirve garantizar derechos si, en la práctica, estos no pueden ejercerse porque las personas no logran acceder a un empleo formal.

TEMA DE ANÁLISIS

Sala Cuna Universal y sostenibilidad del Seguro de Cesantía



Maximiliano Villalobos Andueza
Investigador CEF ESE Business School
Universidad de Los Andes

julio 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El proyecto de Sala Cuna Universal busca ampliar el acceso al beneficio mediante un fondo común financiado con una reasignación parcial de la cotización actualmente destinada al Seguro de Cesantía. Si bien la iniciativa corrige una distorsión del régimen vigente sobre la contratación femenina, su mecanismo de financiamiento hace relevante evaluar la evolución reciente del Seguro de Cesantía y la holgura de sus recursos.

Evidencia reciente

- La composición de afiliados refleja un progresivo envejecimiento de la fuerza laboral.
- Los trabajadores entre 20 y 30 años aumentaron significativamente el uso del seguro.
- La tasa de uso agregada se mantiene estable al medirla sobre afiliados.
- Sobre cotizantes, el uso agregado del seguro muestra un aumento desde 20223.
- Las pruebas estadísticas respaldan la existencia de estos cambios recientes.

Sostenibilidad financiera

- La cobertura operacional del fondo disminuyó desde comienzos de la década pasada.
- El estrechamiento responde principalmente al balance entre cotizaciones y prestaciones.
- El retorno de las inversiones se ha mantenido relativamente estable.
- El mayor desempleo ha incrementado la presión sobre los egresos del sistema.
- El margen financiero continúa siendo positivo, aunque menor que en años previos.

Conclusión. La evidencia sugiere que el Seguro de Cesantía mantiene capacidad para financiar sus obligaciones actuales, aunque con holguras operacionales menores a las observadas una década atrás. En este contexto, el financiamiento de la Sala Cuna Universal mediante una reasignación de cotizaciones parece compatible con la situación actual del sistema, pero hace recomendable monitorear periódicamente la evolución financiera del fondo y evaluar oportunamente eventuales ajustes si las tendencias recientes se profundizan.

Sala Cuna Universal y Sostenibilidad del Seguro de Cesantía

En medio de la pérdida de dinamismo y las crecientes presiones de costos que ha experimentado el mercado laboral chileno en los últimos años, el proyecto de Sala Cuna Universal surge como una alternativa para incentivar la contratación, particularmente de mujeres en edad de crianza, en un contexto en que la tasa de desempleo se mantiene por sobre los niveles pre-pandemia. Sin embargo, más allá de los potenciales beneficios de la iniciativa, uno de los aspectos centrales del proyecto es su mecanismo de financiamiento, basado en una cotización con cargo al Seguro de Cesantía, cuyos efectos sobre trabajadores, empleadores y la sostenibilidad del propio sistema requieren un análisis más minucioso.

El proyecto de Sala Cuna Universal

El proyecto de Sala Cuna Universal busca modificar el régimen actualmente vigente, en que la obligación de proveer sala cuna recae sobre las empresas que tienen 20 o más trabajadoras, lo que genera un costo concentrado en la contratación femenina. La propuesta reemplaza ese esquema por un derecho de acceso más amplio, asociado a las personas trabajadoras (independiente del género) con hijos menores de dos años, financiado mediante un fondo común. Con ello, el proyecto busca ampliar la cobertura del beneficio y reducir una de las barreras que enfrenta la contratación de mujeres en edad de crianza, al desvincular el costo directo de sala cuna de la decisión de contratar a una trabajadora específica.

Para ello, el proyecto crea un Fondo de Sala Cuna, destinado a financiar los aportes para el pago de sala cuna de hijos menores de dos años de personas trabajadoras dependientes e independientes. Este Fondo se financiaría principalmente mediante una cotización de cargo del empleador equivalente al 0,35 % de las remuneraciones imponibles de los trabajadores dependientes, junto con una cotización equivalente sobre las rentas imponibles de los trabajadores independientes¹. A ello se suman la rentabilidad de los recursos del Fondo, multas, reajustes e intereses, además de aportes fiscales iniciales y una garantía fiscal en caso de insuficiencia de recursos.

El punto fundamental es que, en el caso de los trabajadores dependientes, esta nueva cotización de 0,35 % no se agrega al costo previsional total del empleador, sino que se financia reduciendo en igual magnitud la cotización que este realiza actualmente al Seguro de Cesantía. Es decir, el empleador pasa a cotizar 0,35 puntos porcentuales menos al Seguro de Cesantía, y ese mismo espacio contributivo se destina al nuevo Fondo de Sala Cuna. Por lo tanto, el proyecto no aumenta directamente la carga contributiva total del empleador, pero sí reasigna parte de los flujos que actualmente financian el sistema de protección frente al desempleo.

Esta conexión vuelve relevante analizar la situación financiera y demográfica del Seguro de

¹En el caso de las personas trabajadoras independientes, la indicación contempla una entrada en vigencia gradual. La cotización comenzaría a pagarse desde el año calendario subsiguiente a la publicación de la ley, mientras que el acceso al aporte de sala cuna se implementaría progresivamente según el tipo de trabajador independiente.

Cesantía. Si el seguro cuenta con holguras suficientes, la reasignación puede ser absorbida con menor riesgo. Pero si, por el contrario, el sistema presenta un mayor uso de los beneficios de este entre ciertos grupos y una caída sostenida en indicadores financieros, entonces financiar un nuevo beneficio con cargo a ese espacio contributivo puede reducir el margen disponible para enfrentar episodios de mayor desempleo y aumentar la probabilidad de requerir respaldo fiscal en el futuro para el nuevo Fondo de Sala Cuna. Las siguientes secciones examinan precisamente esos tres aspectos; la composición de los afiliados, la intensidad de uso del seguro y el balance entre sus ingresos y egresos.

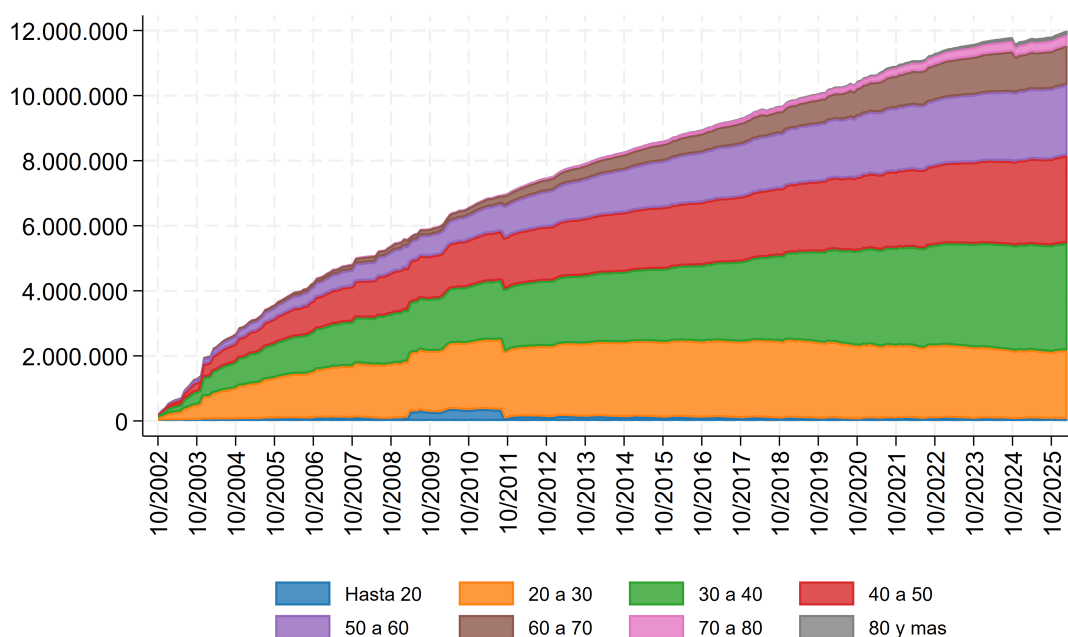
El Seguro de Cesantía

El Seguro de Cesantía protege a los trabajadores que pierden su empleo mediante prestaciones financiadas con cotizaciones que se acumulan en cuentas individuales y en un Fondo de Cesantía Solidario. A continuación, se revisan tres aspectos, que son la composición de sus afiliados, la intensidad con que se ocupa el seguro y el balance de sus fondos.

Composición en el tiempo

Desde su creación, el número de afiliados al Seguro de Cesantía ha crecido de la mano de la fuerza laboral. Pasó de unos 231 mil afiliados en octubre de 2002 a 6,8 millones en diciembre de 2010, 9,8 millones en diciembre de 2018 y cerca de 12 millones en marzo de 2026. Más allá del volumen total, lo relevante es cómo ha cambiado su composición por edad, que sigue de cerca las tendencias demográficas del país.

Gráfico N°1: Afiliados al Seguro de Cesantía por Tramo Etario (2002–2026)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Como se observa en el gráfico anterior, los tramos jóvenes, que al inicio concentraban la mayor parte de los afiliados, han perdido peso relativo, mientras que los tramos de mayor edad, antes marginales, hoy representan una porción relevante. Comparando diciembre de 2003, diciembre de 2010 y marzo de 2026, los menores de 30 años pasaron de un 38,5 % de los afiliados² a un 36,6 % y luego a un 18,1 %, mientras que los mayores de 60 años subieron de un 2,4 % a un 4,0 % y a un 13,9 %. Los adultos entre 30 y 60 años se mantuvieron como el grupo mayoritario, con un 59,1 %, un 59,4 % y un 68,0 % en cada fecha. El cambio, como se aprecia, se concentra sobre todo después de 2010.

El detalle por tramo confirma este movimiento, siempre entre diciembre de 2003, diciembre de 2010 y marzo de 2026. El grupo de 20 a 25 años, que reunía un 18,4 % del total en 2003 y un 15,5 % en 2010, representa un 6,8 % en 2026. El de 25 a 30 años pasó de un 17,7 % a un 15,8 % y luego a un 10,7 %. En sentido contrario, el tramo de 50 a 55 años subió de un 5,2 % a un 7,2 % y a un 9,6 %, el de 55 a 60 años de un 3,1 % a un 4,4 % y a un 8,5 %, y el de 60 a 65 años de un 1,6 % a un 2,5 % y a un 6,8 %. Hoy el tramo más numeroso es el de 35 a 40 años, con un 14,1 % del total, mientras que en 2003 y 2010 correspondía al tramo etario de 20-25 y 25-30 respectivamente. En síntesis, los afiliados crecieron junto con la fuerza de trabajo, pero su composición viene reflejando a su vez las tendencias demográficas de Chile, tendencias que reflejan una población cada vez más envejecida.

Comportamiento de los afiliados

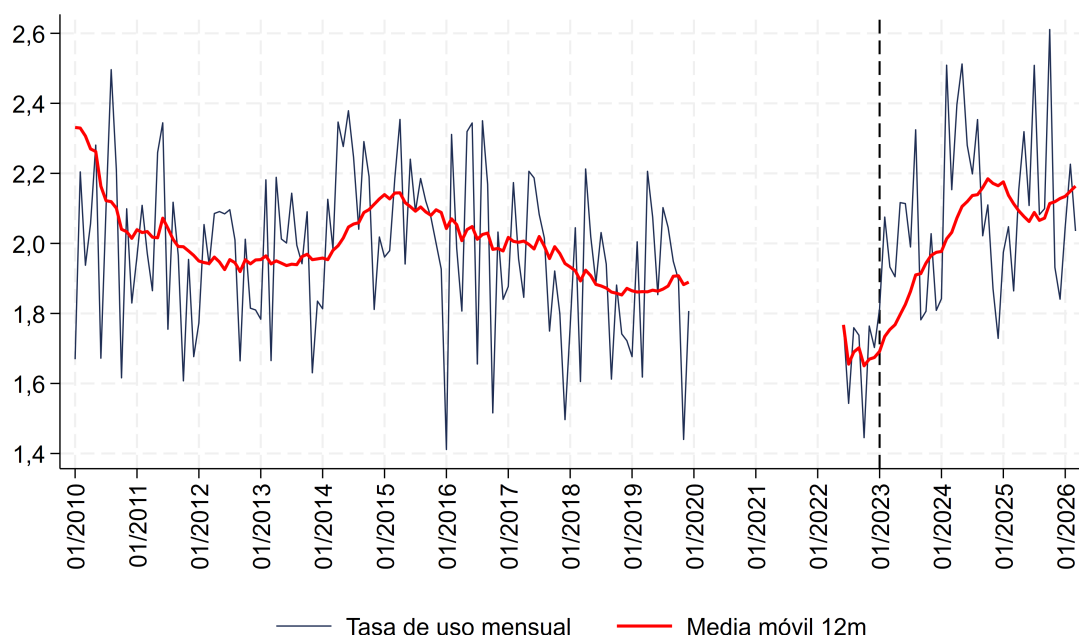
Que existan muchos afiliados no indica, por sí solo, cuánto se ocupa el seguro. Para eso conviene mirar la tasa de uso, esto es, de cada 100 afiliados cuántos reciben efectivamente una prestación por cesantía en el mes. En términos matemáticos puede representarse de la siguiente forma:

$$u_t = \frac{B_t}{A_t} \times 100, \quad (1)$$

donde B_t es el número de beneficiarios (afiliados que recibieron pago de prestación en el mes t) y A_t el de afiliados. La tasa controla por el crecimiento de la base en cuanto un alza de beneficiarios en términos absolutos puede deberse solo a que hay más afiliados; u_t controla por tal efecto poblacional. En suma, esta medida es más informativa que el número absoluto de beneficiarios, ya que descuenta el efecto del crecimiento de la base de afiliados.

²Los porcentajes de composición por edad se calculan sobre los afiliados con edad informada, excluyendo a quienes figuran sin información de edad. En diciembre de 2003 ese grupo alcanzaba cerca del 12 % del total, mientras que desde 2010 es marginal (menos de 1 %); excluirlo permite comparar la estructura etaria entre fechas sobre una base homogénea.

Gráfico N°2: Tasa de Uso del Seguro de Cesantía (beneficiarios sobre afiliados, %)



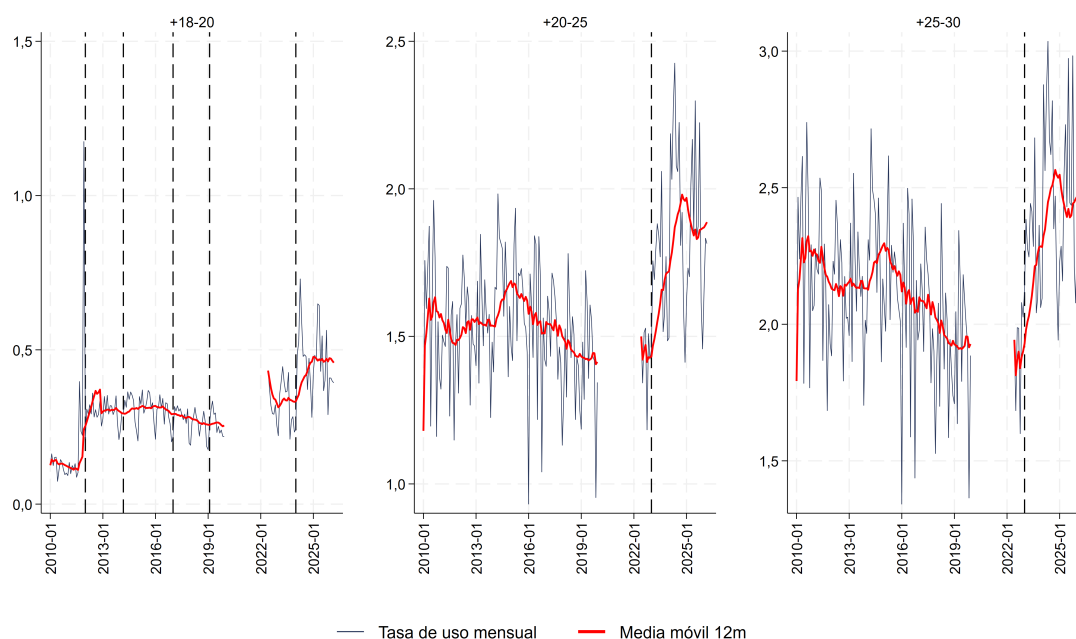
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Como se observa en el Gráfico N°2, la tasa de uso mensual y su media móvil de 12 meses se mueven en torno al 2 % de los afiliados. La línea vertical marca un quiebre estadístico ubicado a comienzos de 2023, desde el cual la media móvil sube desde alrededor de un 1,7 % hasta cerca de un 2,2 % hacia el final del período. Ese repunte reciente, con todo, no alcanza a mover el promedio, ya que la tasa media mensual fue de un 1,98 % entre 2010 y 2019 y de un 2,03 % entre 2022 y 2026, una diferencia que las pruebas estadísticas no distinguen de cero. Si bien lo anterior es cierto, el promedio agregado esconde diferencias importantes por edad, que se aprecian al separar por tramos.

A su vez, como se evidencia en el Gráfico N°3, que presenta los tramos jóvenes por separado³, en los grupos de 20 a 25 y de 25 a 30 años la media móvil se ubica por sobre su nivel histórico en el período reciente, con un quiebre que las pruebas estadísticas ubican a inicios de 2023. En el tramo de 18 a 20 años el uso es bajo y más errático. A su vez, los trabajadores de 20 a 30 años han aumentado su uso del seguro, mientras que los mayores lo han reducido y los tramos intermedios se han mantenido estables. El alza de unos y la baja de otros se compensan, y por eso el agregado se ve “plano” y, estadísticamente, el uso promedio no se ha movido respecto del período pre-pandemia.

³Se omite a los menores de 18 debido a la poca cantidad de afiliados respecto del total.

Gráfico N°3: Tasa de Uso en el Tramo Etario Joven (18 a 30 años)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

La siguiente tabla resume el cambio entre el período previo a la pandemia, de 2010 a 2019, y el más reciente, de 2022 a 2026. Los años 2020 y 2021 se excluyeron del análisis para no confundir el alza mecánica que provocó la pandemia con un cambio de comportamiento real en los usuarios del fondo⁴.

⁴La pandemia provocó un salto en casi todos los tramos etarios en el uso de seguro debido a la situación sanitaria que posteriormente se tradujo en restricciones financieras para las firmas. Dado lo anterior y el consecuente aumento del desempleo, el uso de seguro aumentó mecánicamente, razón por la cual, se excluye la pandemia del análisis.

Tabla N°1: Tasa de Uso del Seguro de Cesantía por Tramo Etario (% de afiliados)

Tramo de edad	2010–2019	2022–2026	Tendencia
20 a 25 años	1,5 %	1,8 %	↑
25 a 30 años	2,1 %	2,4 %	↑
30 a 65 años	≈ 2,2 %	≈ 2,2 %	Estable
65 a 70 años	0,8 %	0,6 %	↓
70 a 75 años	0,2 %	0,1 %	↓
75 a 80 años	0,08 %	0,04 %	↓
80 y más años	0,04 %	0,01 %	↓
Total	1,98 %	2,03 %	Estable

Nota: La columna "Tendencia" resume el resultado de un conjunto de pruebas estadísticas de series de tiempo, la diferencia de medias entre períodos, la constancia de la media (que la serie de tiempo sea estacionaria) y la detección de quiebres estructurales. Una flecha al alza o a la baja indica que la tasa sube o baja de forma respaldada por estas pruebas, aunque no necesariamente por todas a la vez. "Estable" indica que ninguna prueba detecta un cambio. El detalle, prueba por prueba, se encuentra en el apéndice técnico.

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Como muestra la tabla, los grupos de menor edad aumentan su tasa de uso del Seguro de Cesantía, los grupos de edad intermedia permanecen estables, mientras que los tramos de mayor edad registran una disminución. En consecuencia, estos movimientos se compensan entre sí, de modo que la tasa de uso agregada se mantiene estadísticamente estable, reflejando la heterogeneidad existente entre los distintos tramos etarios.

Conviene subrayar que este resultado no proviene de una inspección visual de los gráficos y números. Para descartar que se tratara de una impresión o de ruido de los datos, se aplicaron pruebas estadísticas formales de diferencia de medias y de cambio de tendencia. Estas confirman que el aumento del uso entre los jóvenes de 20 a 30 años es estadísticamente significativo y que se concentra a partir de 2023, es decir, corresponde a un cambio posterior a la pandemia y no al alza mecánica de la emergencia sanitaria, período que se excluyó del análisis.

Este hallazgo es relevante para el proyecto de Sala Cuna, porque los tramos que aumentan su uso del seguro se superponen parcialmente con edades en que suele concentrarse una parte importante de la crianza de hijos pequeños⁵.

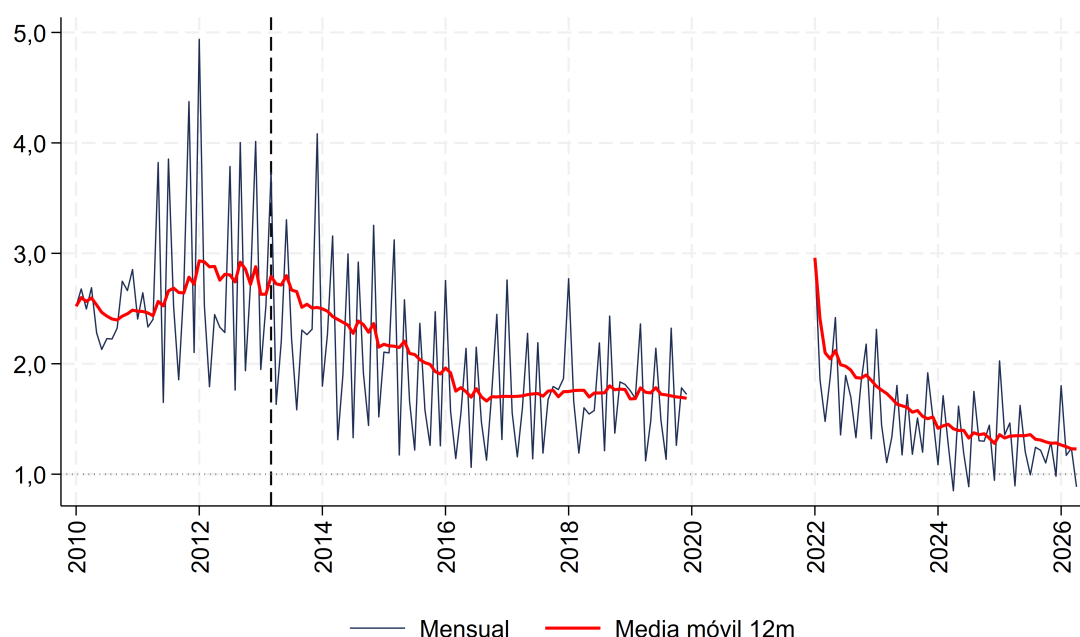
Los fondos del Seguro de Cesantía

Una tercera dimensión, clave para la discusión de financiamiento, es la salud financiera del fondo. El monto absoluto de recursos dice poco, ya que el fondo crece de forma mecánica con la

⁵De acuerdo con el INE, las mayores tasas específicas de fecundidad se concentran actualmente entre los 20 y 34 años. Además, la maternidad se ha desplazado hacia edades más tardías ya que, mientras en 1993 la fecundidad alcanzaba su máximo entre los 20 y 29 años, en 2025 las tasas más elevadas se observan entre los 25 y 34 años. En línea con este cambio, la edad media de la fecundidad aumentó desde aproximadamente 27 años en 1993 a 30 años en 2025.

masa de afiliados y tenderá —ya que puede ocurrir lo contrario en términos reales— a presentar más recursos con el paso del tiempo. Lo relevante es si los ingresos siguen cubriendo los egresos. Para medirlo se comparan los ingresos del fondo, que son las cotizaciones y el aporte estatal, con sus egresos, que son las prestaciones pagadas y la comisión de administración, a través de una razón de cobertura que indica cuántas veces los ingresos alcanzan a cubrir los egresos.

Gráfico N°4: Cobertura del Fondo (ingresos sobre egresos, número de veces)



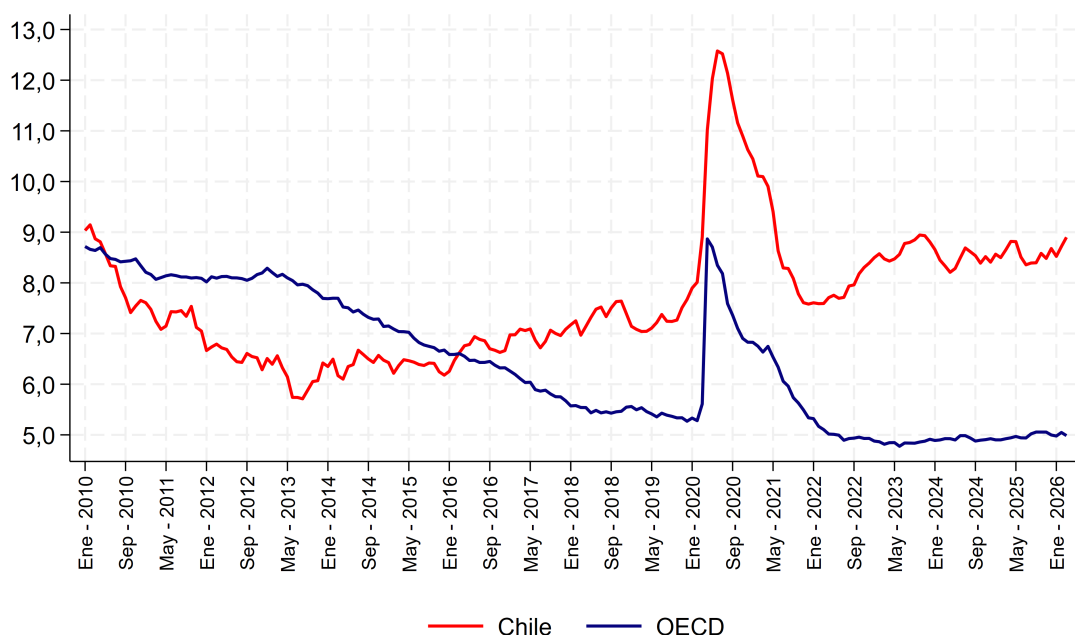
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Como se observa en el Gráfico N°4, la cobertura ha caído de forma sostenida. A comienzos de la década pasada los ingresos cubrían alrededor de 2,2 veces los egresos, y en el período reciente esa razón ronda 1,5 veces, un descenso cercano al 30 % que la acerca al valor de equilibrio de 1, en que los ingresos apenas igualarían a los egresos. La línea vertical marca el inicio de esta caída, que las pruebas ubican hacia 2013.

Parte de este descenso tiene un componente mecánico, ya que coincide con el período en que la tasa de desempleo en Chile inicia una tendencia al alza. Como se ve en el Gráfico N°5, el desempleo en Chile venía a la baja hasta cerca de 2013, cuando llegó a valores en torno al 6 %, y desde entonces ha seguido una trayectoria ascendente que lo sitúa hoy en torno al 8,5 % y 9 %⁶. En el mismo período, el promedio de la OCDE se redujo y se ha estabilizado cerca del 5 %, de modo que Chile pasó de estar por debajo de ese promedio a ubicarse por sobre él de manera consistente. Un mayor desempleo correlaciona con más prestaciones pagadas y, por lo tanto, en mayores egresos para el fondo. A ese componente cíclico se suma uno estructural, dado que el deterioro es sostenido y se extiende por más de una década.

⁶9,4 % al último dato del trimestre móvil marzo-mayo.

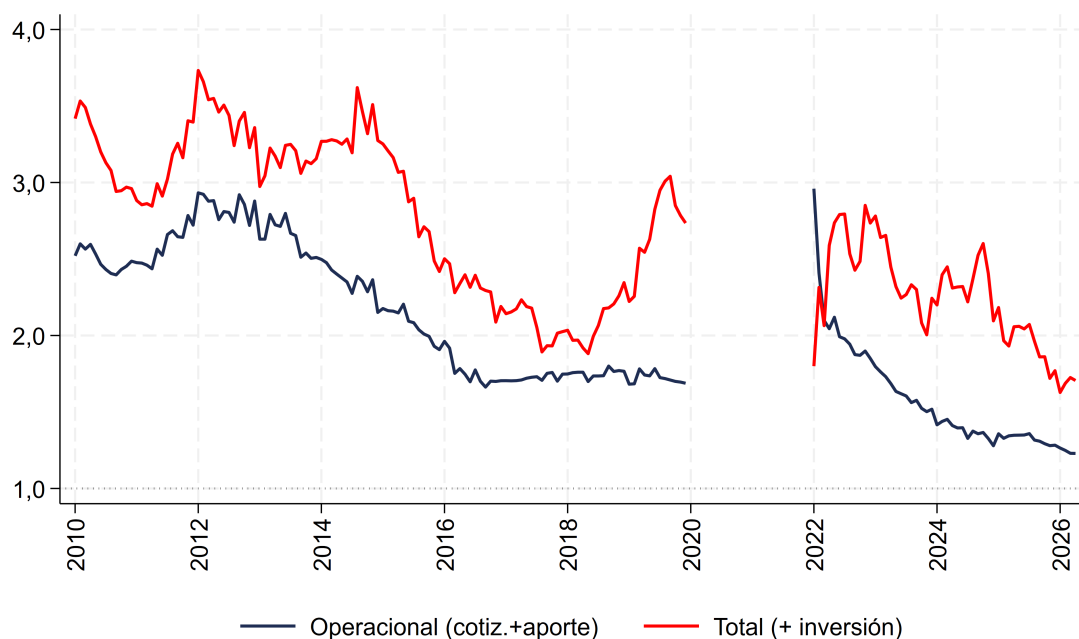
Gráfico N°5: Tasa de Desempleo, Chile y OECD (2010–2026, %)



Fuente: OECD

Dicho lo anterior, el origen de esa presión financiera parece ubicarse en el lado operacional y no en el desempeño de las inversiones de fondo. El retorno de las inversiones se mantuvo estable, con un promedio mensual de un 0,56 % entre 2010 y 2019 y de un 0,71 % entre 2022 y 2026. Lo que se deterioró fue el balance entre cotizaciones y prestaciones, ya que el flujo operacional neto bajó de un 0,97 % a un 0,42 % del saldo del fondo. Como se observa en el Gráfico N°6 y la Tabla N°2, incluso al sumar el retorno de las inversiones como un ingreso más la conclusión se mantiene, ya que la cobertura total baja de 2,8 a 2,2 veces, un nivel más alto, pero con la misma tendencia descendente.

Gráfico N°6: Cobertura del Fondo, Operacional y considerando el Retorno de Inversiones



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Tabla N°2: Balance del Fondo, Ingresos sobre Egresos

Indicador	2010-2019	2022-2026	Tendencia
Cobertura operacional (cotizaciones y aporte sobre egresos)	2,2 veces	1,5 veces	Disminuye
Cobertura total (incluye retorno de inversiones)	2,8 veces	2,2 veces	Disminuye
Retorno de inversiones (promedio mensual)	0,6 %	0,7 %	Estable

Nota: La columna "Tendencia" resume el resultado de un conjunto de pruebas estadísticas de series de tiempo, la diferencia de medias entre periodos, la constancia de la media (que la serie de tiempo sea estacionaria) y la detección de quiebres estructurales. "Disminuye" indica que la razón cae de forma respaldada por estas pruebas y "Estable" que ninguna prueba detecta un cambio. El detalle, prueba por prueba, se encuentra en el apéndice técnico.

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

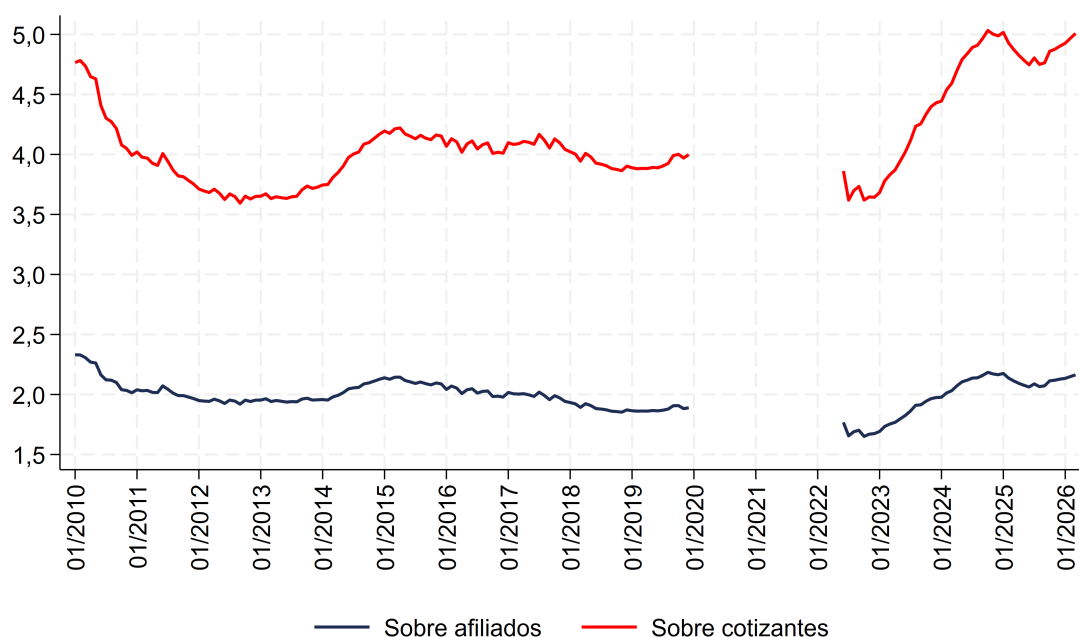
Robustez: el uso medido sobre los cotizantes

Una posible objeción a la tasa de uso anterior es que no todos los afiliados son cotizantes activos, ya que una parte tuvo empleo formal y permanece en el sistema sin cotizar. Como prueba de robustez se repitió el ejercicio usando en el denominador a los cotizantes efectivos del mes, con la misma muestra y las mismas pruebas estadísticas. Los cotizantes equivalen hoy a cerca del 44 % de los afiliados, proporción que ha descendido desde alrededor del 50 % en la década pasada, por lo que las tasas medidas sobre cotizantes son cerca del doble de las anteriores.

El hallazgo central se mantiene, ya que el aumento del uso entre los jóvenes de 20 a 30 años

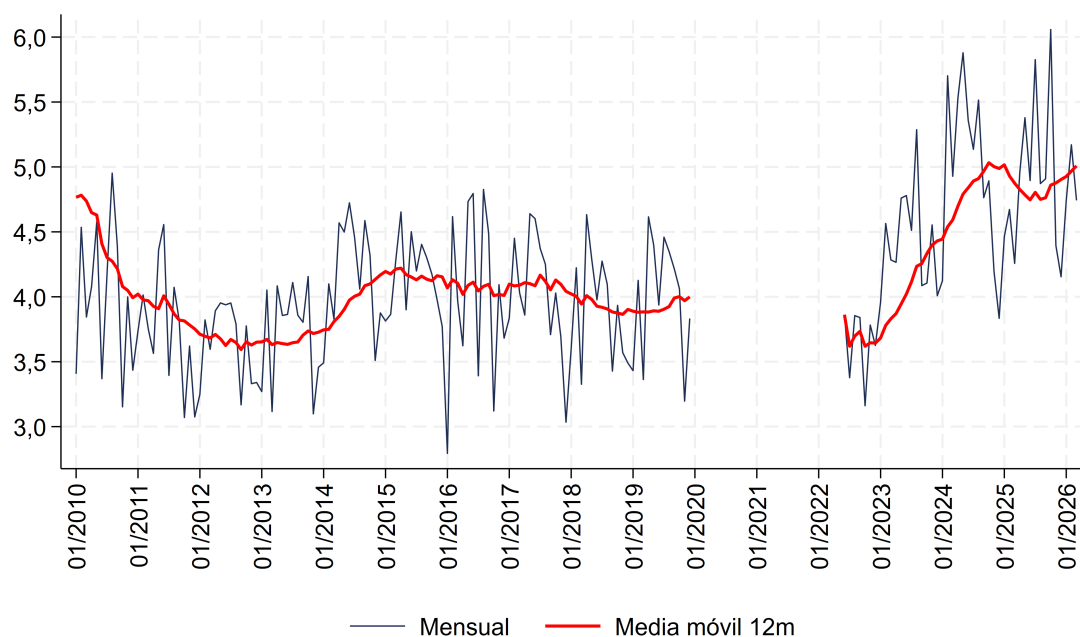
sigue siendo estadísticamente significativo. La diferencia relevante en términos estadísticos está en el agregado. Medido sobre afiliados el uso es plano, pero medido sobre cotizantes muestra un alza significativa, de un 3,9 % a un 4,6 % (Gráfico N°7). Como se observa en el Gráfico N°8, esa alza reciente es notoria, y como muestra la Tabla N°3, se extiende a la mayoría de los tramos de edad. Ello se debe a que la fracción de afiliados que cotiza ha caído en todos los tramos etarios, de modo que, medido contra los aportantes efectivos (cotizantes), el uso del seguro se ha intensificado de forma más generalizada. Esta prueba refuerza, más que debilita, la señal de presión sobre el fondo.

Gráfico N°7: Tasa de Uso del Seguro de Cesantía, sobre Afiliados y sobre Cotizantes (media móvil 12 meses, %)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Gráfico N°8: Tasa de Uso sobre Cotizantes, Mensual y Media móvil 12 meses (%)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Tabla N°3: Tasa de Uso del Seguro de Cesantía sobre Cotizantes, por Tramo Etario (% de cotizantes)

Tramo de edad	2010-2019	2022-2026	Tendencia
20 a 25 años	3,5 %	4,2 %	Aumenta
25 a 30 años	4,0 %	4,7 %	Aumenta
30 a 45 años	4,1 %	4,8 %	Aumenta
45 a 65 años	4,1 %	4,5 %	Aumenta
65 y más años	4,3 %	4,5 %	Estable
Total	3,9 %	4,6 %	Aumenta

Nota: La tasa de uso se mide como beneficiarios sobre cotizantes efectivos del mes. La columna "Tendencia" resume el mismo conjunto de pruebas descrito en la nota de la Tabla N°1. El tramo de 45 a 65 años es limítrofe, con evidencia de alza al 10 % y no al 5 %. Muestra 2010-2026, excluyendo 2020-2021.

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

Conclusión

Las tres miradas revisadas apuntan en una misma dirección. La base de afiliados al Seguro de Cesantía ha envejecido, los trabajadores jóvenes han aumentado su uso relativo del seguro y el margen entre ingresos y egresos del fondo se ha reducido en los últimos años. Esto no implica

que el sistema se encuentre actualmente en una situación de insuficiencia, ya que los ingresos todavía superan a los egresos. Sin embargo, sí muestra que el espacio operacional disponible es menor que en la década pasada.

En ese contexto, el financiamiento de la Sala Cuna Universal mediante una reasignación de parte de la cotización al Seguro de Cesantía debe evaluarse con prudencia. El proyecto apunta a corregir una distorsión relevante del régimen vigente, al reducir el costo concentrado que hoy recae sobre la contratación femenina y ampliar el acceso al beneficio. La pregunta, por tanto, no es si la iniciativa carece de financiamiento, sino cómo asegurar que su implementación no reduzca excesivamente los márgenes de un instrumento que cumple un rol central frente al desempleo.

Por ello, más que descartar el mecanismo propuesto, los antecedentes sugieren la conveniencia de monitorear periódicamente la evolución financiera del Seguro de Cesantía y del nuevo Fondo de Sala Cuna, especialmente si el desempleo se mantiene elevado o si continúa aumentando la intensidad de uso del seguro entre los cotizantes. En suma, el diseño puede ser compatible con la situación actual del fondo, pero requiere seguimiento y eventuales ajustes si la tendencia de estrechamiento de la cobertura operacional se profundiza.

Apéndice técnico: Metodología y Resultados de las Pruebas Estadísticas

Este apéndice documenta el trabajo estadístico que respalda las afirmaciones del informe. Se describe cada prueba, la muestra sobre la que se aplica y sus resultados numéricos.

A.1: Datos, definiciones y muestra

Las series de afiliados, beneficiarios y del fondo provienen de la Superintendencia de Pensiones; la tasa de desempleo, de la OCDE. Las definiciones utilizadas son las siguientes:

- **Tasa de uso:** beneficiarios que reciben pago en el mes / afiliados, en porcentaje. Mide la intensidad de uso del seguro y controla por el tamaño creciente de la base de afiliados.
- **Cobertura operacional:** definida como

$$\frac{\text{cotizaciones} + \text{aporte estatal}}{\text{prestaciones pagadas} + \text{comisión de administración}}$$

Cobertura total: igual, sumando el retorno de las inversiones a los ingresos.

Flujo operacional neto: definido como

$$\frac{\text{saldo final} - \text{saldo inicial} - \text{retorno de inversiones}}{\text{saldo inicial}},$$

en porcentaje.

- **Composición por edad:** calculada sobre los afiliados con edad informada (se excluye a quienes figuran sin información de edad, grupo relevante solo en los primeros años del seguro).

La muestra base es mensual y va de octubre de 2002 a marzo de 2026. La inferencia se realiza sobre el período 2010m1–2026m3, descartando la etapa inicial de puesta en marcha del seguro (2002–2009), en que la base de afiliados aún crecía de forma acelerada.

A.2: Tratamiento de la pandemia y de la estacionalidad

Los años 2020 y 2021 se excluyen de las pruebas estadísticas y de las figuras asociadas al uso del seguro y al balance del fondo. Durante la pandemia el uso del seguro subió de forma mecánica, por la emergencia sanitaria y las leyes de protección al empleo, lo que no refleja un cambio de comportamiento de fondo. La comparación se hace entonces entre un período previo, 2010m1–2019m12 (“pre”), y uno posterior, 2022m1–2026m3 (“post”). Toda la estacionalidad mensual se controla con variables indicadoras de mes en los modelos.

A.3: Pruebas empleadas

Para cada serie se aplica la misma batería de pruebas. Cada una responde lo siguiente:

Tabla A1: Pruebas Estadísticas Empleadas

Prueba	Qué responde	Regla de decisión (5 %)
Diferencia de medias con errores HAC (Newey–West, 12 rezagos)	¿El nivel medio del período post difiere del pre, una vez controladas la estacionalidad y la autocorrelación? Es la prueba de referencia.	Cambio si el $p - value < 0,05$.
$t - test$ clásico	Misma comparación de medias, pero sin corregir autocorrelación. Solo referencial (tiende a exagerar la significancia en series de tiempo).	Referencial; no se usa para concluir.
ADF y Phillips–Perron (raíz unitaria, con tendencia)	¿La serie de tiempo tiene raíz unitaria?	Estacionariedad → implica rechazar raíz unitaria.
KPSS de nivel	¿La media se mantiene constante en el tiempo? Responde directamente a la pregunta del informe.	Un $p - value > 0,463$ indica no estacionariedad (media no constante).
Quiebre único sup–Wald (sbsingle) y Bai–Perron secuencial	¿Existe un cambio de nivel o tendencia en una fecha no fijada de antemano? ¿En qué mes?	Quiebre significativo si el $p - value < 0,05$.

Fuente: Elaboración CEF

A.4: Resultado agregado. Tasa de uso total del seguro

La tasa de uso agregada se mueve en torno al 2 % y no muestra un cambio de nivel estadísticamente distinto de cero entre el pre y el post. El KPSS no rechaza que la media sea constante y el t - test tampoco detecta diferencia; el test de medias robusto (HAC) confirma lo mismo. El sup-Wald sí identifica un quiebre de tendencia, pero de magnitud menor, insuficiente para mover el promedio del período.

Tabla A2: Tasa de Uso Agregada del Seguro de Cesantía

Indicador	Valor	Lectura
Media pre (2010m1-2019m12)	1,98 %	
Media post (2022m1-2026m3)	2,03 %	
Diferencia (post - pre)	+0,05pp	Muy pequeña
t -test clásico (t ; p)	$t = -1,19$; $p = 0,237$	No significativa
Cambio de nivel HAC (coef. post, p)	+0,06pp; $p = 0,449$	No significativa (referencia)
ADF $Z(t)$ con tendencia	-1,49	No rechaza raíz unitaria
Phillips-Perron $Z(t)$	-10,91	Rechaza raíz unitaria (estacionaria)
KPSS de nivel	0,17 ($< 0,463$)	Estacionaria (media constante)
Quiebre sup-Wald (p ; fecha)	$p = 0,000$; feb-2024	Quiebre menor, no mueve el promedio

Fuente: Elaboración CEF

En síntesis, la tasa de uso agregada es estadísticamente estable respecto del período pre-pandemia. Ese promedio plano, sin embargo, esconde movimientos de signo opuesto entre grupos de edad, que se examinan a continuación.

A.5: Resultado por tramo etario

Para cada tramo se calcula la tasa de uso y se repite la batería completa. La columna p (HAC) corresponde a la prueba de referencia sobre la diferencia de medias pre/post. Asteriscos: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$.

Tabla A3: Tasa de Uso del Seguro de Cesantía por Tramo Etario

Tramo	Media pre (%)	Media post (%)	Dif. (pp)	p (HAC)	ADF $Z(t)$	PP $Z(t)$	KPSS niv.	Quiebre (fecha; p)
18 a 20 años	0,27	0,41	+0,14	0,000***	-2,34	-9,14	1,28	feb-2024; 0,000
20 a 25 años	1,53	1,78	+0,25	0,001***	-1,17	-8,93	0,69	feb-2023; 0,000
25 a 30 años	2,11	2,35	+0,24	0,006***	-0,97	-9,53	0,43	feb-2023; 0,000
30 a 35 años	2,27	2,39	+0,12	0,159	-1,19	-9,89	0,29	feb-2023; 0,000
35 a 40 años	2,28	2,30	+0,01	0,763	-1,68	-10,71	0,23	sep-2017; 0,000
40 a 45 años	2,23	2,23	+0,00	0,931	-1,80	-11,04	0,13	sep-2017; 0,002
45 a 50 años	2,18	2,17	-0,01	0,976	-1,98	-10,92	0,16	feb-2024; 0,001
50 a 55 años	2,09	2,12	+0,03	0,716	-2,10	-10,17	0,17	feb-2024; 0,000
55 a 60 años	1,96	2,01	+0,05	0,536	-2,50	-9,59	0,20	feb-2013; 0,000
60 a 65 años	1,60	1,65	+0,04	0,616	-2,50	-8,19	0,27	abr-2013; 0,000
65 a 70 años	0,76	0,61	-0,15	0,103	-3,54	-3,80	1,36	abr-2013; 0,000
70 a 75 años	0,17	0,10	-0,06	0,187	-3,47	-2,15	1,43	oct-2012; 0,000
75 a 80 años	0,08	0,04	-0,04	0,056*	-2,69	-3,05	1,77	ago-2012; 0,000
80 y más años	0,04	0,01	-0,03	0,029**	-4,13	-6,47	1,73	may-2012; 0,000

Fuente: Elaboración CEF

Lectura. Con la prueba de referencia (HAC, 5 %) el alza es significativa en los tramos jóvenes de 18 a 30 años, y la baja lo es en el tramo de 80 y más años, mientras que el de 75 a 80 años queda al borde ($p \approx 0,06$). Los tramos de 30 a 65 años no muestran cambio de nivel significativo, en línea con un agregado plano. El KPSS es coherente con este cuadro, ya que señala no estacionariedad (media no constante) tanto en los tramos jóvenes que suben, de 18 a 20 y de 20 a 25 años, como en todos los tramos de 65 años y más que bajan, con estadísticos por sobre 0,463, en tanto que en los tramos intermedios la media se comporta como estacionaria. El sup-Wald, además, detecta quiebres significativos en esos tramos, fechados en torno a 2012 y 2013 en los mayores y a comienzos de 2023 en los jóvenes, es decir, posterior a la pandemia y no atribuible a la emergencia sanitaria, período que se excluyó. En los tramos de mayor edad, por tanto, la trayectoria descendente se sustenta sobre todo en la no estacionariedad y en el quiebre estructural, ya que la diferencia de promedios pre/post no alcanza el 5 % entre los 65 y los 75 años.

A.6: Fondo de cesantía

El mismo instrumental se aplica a cinco métricas del comportamiento del fondo, sobre la misma muestra. Lo relevante no es el monto absoluto de recursos, que crece con la masa de afiliados, sino la relación entre ingresos y egresos y su tendencia.

Tabla A4: Comportamiento del Fondo de Cesantía

Métrica	Media pre	Media post	Dif.	p (HAC)	ADF Z(t)	PP Z(t)	KPSS niv.	Quiebre BP
Cobertura operacional (veces)	2,16	1,47	-0,69	0,000***	-1,99	-16,91	2,84	mar-2013
Cobertura total, incl. inversiones (veces)	2,79	2,17	-0,62	0,010**	-2,69	-14,11	1,58	Ninguno
Flujo operacional neto (% del saldo)	0,97	0,42	-0,55	0,001***	-1,35	-13,28	3,01	ago-2018
Retorno de inversión (% mensual)	0,56	0,71	+0,15	0,159	-3,24	-11,25	0,12	Ninguno
Crecimiento mensual del fondo (%)	1,53	1,13	-0,40	0,051*	-2,21	-11,54	1,68	oct-2018

Fuente: Elaboración CEF

Lectura. La cobertura operacional cae de 2,16 a 1,47 veces, una diferencia significativa ($p < 0,001$), con un quiebre en marzo de 2013 y un KPSS muy por sobre 0,463, señal de no estacionariedad (media no constante). La misma conclusión se mantiene al sumar el retorno de las inversiones (cobertura total, 2,79 a 2,17 veces, $p = 0,010$). El deterioro se origina en el lado operacional, ya que el flujo operacional neto baja de 0,97 % a 0,42 % del saldo ($p = 0,001$), mientras que el retorno de inversión no cambia de forma significativa ($p = 0,159$). En conjunto, el estrechamiento del margen entre ingresos y egresos es un fenómeno estadísticamente robusto y sostenido, no un movimiento puntual.

A.7: Alcances y transparencia

Tres advertencias honestas sobre el alcance de estas pruebas. Primero, la detección de quiebres es de carácter descriptivo. Las fechas dependen del método (sup-Wald frente a Bai-Perron) y deben leerse como una aproximación al momento del cambio, no como una fecha exacta. Segundo, las series mensuales presentan estacionalidad y autocorrelación marcadas; por eso la inferencia central se basa en errores robustos (HAC) y no en el t-test clásico, que tiende a exagerar la significancia. Tercero, en los tramos de mayor edad el uso del seguro es muy bajo en niveles, de modo que variaciones porcentuales grandes corresponden a diferencias pequeñas en puntos porcentuales; ello resta potencia a la comparación de medias pre/post, aun cuando la tendencia descendente sea clara en las pruebas de constancia de la media y de quiebre.

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

julio 2026



MODIFICACIONES LEGALES JULIO

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 INMOBILIARIA – Entró en vigencia Ley de “Agilización de Permisos 2”

Informe preparado por Diego Marín, María José Alvarez y Martín Valenzuela

Con fecha 24 de junio de 2026 se publicó en el Diario Oficial y entró en vigencia inmediatamente, la Ley N°21.826, también conocida como “Ley de Agilización de Permisos 2”, ya que se aplica a las solicitudes de permisos o autorizaciones y a las reclamaciones que se presenten con posterioridad a esa fecha.

Principales modificaciones:

1. **Nuevos plazos de la DOM, ahora en días hábiles (art. 118):** El plazo general para que el Director de Obras Municipales (DOM) se pronuncie sobre las solicitudes de permisos pasa de 30 días corridos a 25 días hábiles (lunes a viernes, excluidos festivos), que se reduce a 15 días hábiles si la solicitud se acompaña de informe favorable del revisor independiente. Contempla otras normas especiales de plazos.
2. **Nuevo examen de admisibilidad con silencio positivo (art. 118, inciso tercero nuevo):** Se incorpora un examen de admisibilidad formal y si la solicitud no cumple, el DOM debe declarar su inadmisibilidad mediante resolución fundada dentro de los primeros 5 días hábiles desde la presentación. Si no lo hace, la solicitud se entiende acogida a trámite (silencio positivo).
3. **Cambios al reclamo administrativo ante la SEREMI MINVU (art. 118 bis):**
 - La acción se otorga a “un particular interesado” o al propietario del predio, dentro de 30 días desde la publicación o notificación de la resolución respectiva.
 - La SEREMI debe resolver fundadamente en 40 días hábiles.
 - Si se acoge el reclamo y se ordena conceder el permiso, el interesado deberá pagar los derechos municipales reducidos en un 50 % y, además, el mismo monto a la SEREMI a beneficio fiscal.
 - Se introduce expresamente el reclamo por falta de pronunciamiento de la SEREMI dentro de plazo.
 - Se establece que las resoluciones que la SEREMI dicte conforme al art. 11 de la LGUC sólo podrán impugnarse mediante recurso de reposición de la Ley N°19.880, y que

el rechazo total o parcial de la reposición sólo podrá impugnarse ante la Corte de Apelaciones conforme al art. 118 ter.

4. **Cambios al reclamo de ilegalidad ante la Corte de Apelaciones (art. 118 ter):** El plazo para reclamar se cuenta desde la notificación de la resolución que resuelve la reclamación o desde el vencimiento del plazo de la letra f) del art. 118 bis sin resolución expresa. En caso de acogerse el reclamo, la sentencia dejará sin efecto total o parcialmente el acto impugnado, ordenará dictar la resolución que corresponda y decidirá sobre la declaración del derecho a los perjuicios causados por el acto u omisión de la Dirección de Obras Municipales, cuando se haya solicitado, pudiendo el interesado demandar posteriormente la indemnización en juicio sumario, sin que pueda discutirse la ilegalidad ya declarada.
5. **MINVU:** aprobación ya no es requisito del permiso en categorías básica e intermedia (art. 172): Al solicitar el permiso o autorización, bastará acompañar el comprobante de ingreso del informe de mitigación (o el certificado de que no se requiere). Tratándose de proyectos con IMIV de categoría básica o intermedia, la resolución aprobatoria pasa a ser requisito sólo para la recepción de las obras (con vigencia de 10 años). En los demás casos, la aprobación sigue siendo requisito para el otorgamiento del permiso, con vigencia de 3 años, extendida hasta completar 10 años para efectos de la recepción definitiva.
6. **Otras modificaciones:** Se establece la responsabilidad del profesional o técnico que elabora proyectos de especialidades por los errores en que incurra (art. 18); se simplifica la publicidad de permisos y autorizaciones; se adecua el reclamo de la Ley N°21.473 sobre publicidad visible desde caminos y espacios públicos; y se amplía la remisión del art. 151 de la Ley Orgánica Constitucional de Municipalidades al procedimiento del reclamo de ilegalidad municipal.

De esta forma, la Ley N°21.826 introduce cambios relevantes al régimen de permisos y a su sistema de impugnación que exigirán ajustes en la operación de las DOM y en la estrategia de desarrolladores e interesados. Sin embargo, salvo excepciones puntuales, creemos que estas modificaciones no cumplen necesariamente con la promesa de agilizar la tramitación y pueden generarse nuevas incertidumbres que deberán ser resueltas por los tribunales.

ÁREA TRIBUTARIA — Rebaja transitoria de 50 % del impuesto a las donaciones: Proyecto de Ley para la Reconstrucción Nacional y el Desarrollo Económico y Social

Informe preparado por Hernán Fontaine, Ana María Severin y Cristóbal Fernández

El Proyecto de Ley de Reconstrucción Nacional, actualmente en discusión en el Senado, propone, entre otras materias, una rebaja transitoria y por única vez del 50 % del impuesto a las donaciones. Esta medida tiene por objetivo aumentar la recaudación fiscal, permitiendo al Fisco obtener recaudación inmediata en lugar de ingresos futuros inciertos.

La rebaja propuesta tendrá las siguientes especificaciones:

1. **Plazo:** El beneficio regirá por un plazo de 12 meses contado desde el primer día del mes subsiguiente a la fecha de publicación de la ley.

Para acogerse al beneficio, la escritura pública de donación deberá otorgarse dentro de dicho plazo. Con todo, las inscripciones de los bienes donados que requieran registro podrán practicarse con posterioridad al vencimiento del plazo.

2. **Requisitos para acceder al beneficio:**

- a) La donación debe otorgarse por escritura pública dentro del plazo señalado.
- b) Al menos el 50 % del valor de lo donado debe tener por donatarios a los legitimarios (cónyuge, hijos, padres) del donante y, al menos, un 25 % a uno o más asignatarios de la cuarta de mejoras (legitimarios, nietos, bisnietos y abuelos). El 25 % restante solo podrá asignarse a personas que tengan la calidad de legitimarios o asignatarios de la cuarta de mejoras.
- c) El valor de lo donado no puede exceder el 75 % del patrimonio total del donante.
- d) Declaración jurada del donatario que acredite el monto de su patrimonio y la existencia de legitimarios y/o asignatarios de cuarta de mejoras.

3. **Exención de trámite de Insinuación Judicial:** Las donaciones que se beneficien de esta rebaja quedarán liberadas del trámite de insinuación judicial —la autorización que hoy debe pedirse ante un juez para donar— lo que simplifica su otorgamiento y reduce los tiempos y costos asociados.

4. **Financiamiento del pago del impuesto:** El impuesto a la donación podrá financiarse mediante préstamos otorgados por las mismas sociedades cuyas participaciones se donaron o sus relacionadas, sin que puedan ser calificados como retiros encubiertos afectos al Impuesto Global Complementario con tasa adicional del 10 %.

5. **Utilización de 100 % del crédito para pago de impuesto de herencia:** Para efectos del impuesto a la herencia, se computará como crédito el impuesto a las donaciones determinado sin la rebaja. De este modo, el contribuyente paga solo el 50 % del impuesto a las donaciones, pero luego imputa el 100 % como crédito contra el impuesto a la herencia, adelantando a la vez parte del pago de dicho impuesto.

6. **Mantención del costo tributario original si se vende antes de 3 años:** Si el donatario vende el bien donado dentro de los 3 años siguientes a la donación, deberá conservar el costo tributario original que tenía el donante, en lugar de uno actualizado.

ÁREA TRIBUTARIA — Condonación de intereses y multas ante Tesorería: Proyecto de Ley para la Reconstrucción Nacional y el Desarrollo Económico y Social

Informe preparado por Hernán Fontaine, Ana María Severin y Cristóbal Fernández

El Proyecto de Ley de Reconstrucción Nacional, recientemente aprobado en el Senado, propone, entre otras materias, facultar a la Tesorería General de la República (TGR) para otorgar facilidades de pago respecto de deudas tributarias vencidas, con condonación parcial de intereses y multas. Al respecto, cabe destacar lo siguiente:

1. **Contribuyentes acogidos al beneficio:** El beneficio está dirigido a personas naturales y a contribuyentes clasificados como micro, pequeñas o medianas empresas (Pymes), así como a aquellos que aún no cuenten con clasificación por no haber presentado declaraciones que permitan determinar sus ingresos, conforme a la información que proporcione el Servicio de Impuestos Internos.
2. **Impuestos acogidos al beneficio y plazo:** La TGR quedará facultada, por el plazo de 180 días contado desde la publicación de la ley, para otorgar facilidades de pago respecto de todos los impuestos y obligaciones sujetos a las normas de cobranza del Título V del Libro III del Código Tributario, vencidos al 31 de diciembre de 2025. Ello comprende, entre otros, las deudas por Contribuciones, Impuesto de Primera Categoría, Impuesto Global Complementario, IVA e Impuesto a las Herencias y Donaciones.
3. **Porcentajes de condonación según modalidad de pago:**
 - **Pago al contado:** condonación de hasta el 100 % de los intereses y 80 % de las multas.
 - **Convenio de pago:** condonación de hasta el 95 % de los intereses y 75 % de las multas. El contribuyente deberá pagar un pie de al menos el 10 % del capital original de la deuda, sin considerar intereses ni multas, y el convenio tendrá una duración máxima de 24 meses, pagaderos en cuotas mensuales.
4. **Sanción por incumplimiento de convenio de pago:** El incumplimiento de cualquiera de las cuotas pactadas dejará sin efecto el convenio y revocará la condonación de intereses y multas previamente otorgada, reanudándose el devengo de los intereses y multas originales sobre el saldo insoluto desde la fecha del incumplimiento.
5. **Límite de convenios de pago por contribuyente:** Un mismo contribuyente no podrá suscribir más de tres convenios de pago acogidos a este beneficio.

ÁREA JUDICIAL – Corte Suprema rechaza casación en el fondo y confirma abandono del procedimiento

Informe preparado por Georgo Peftouloglou y Daniel López

El pasado 30 de junio, nuestra área judicial obtuvo un importante fallo de la Corte Suprema que ratificó el abandono del procedimiento decretado en primera instancia y confirmado por la Corte de Apelaciones de Santiago (Rol Corte Suprema 37619-2025).

Con una votación dividida (3-2), la Primera Sala del máximo Tribunal confirmó que, habiéndose dictado la resolución que recibe la causa a prueba, la única gestión útil para interrumpir el plazo del abandono es la notificación a ambas partes. Para arribar a dicha conclusión, la sentencia razona que, siendo el término probatorio un plazo común para las partes, sólo puede comenzar a computarse cuando todas éstas han sido notificadas, siendo insuficiente la notificación parcial.

La especial relevancia de este fallo radica en el escenario jurisprudencial en el que se dicta: una corriente minoritaria —aunque creciente— de la Corte Suprema, defiende hoy la suficiencia de notificar a una sola de las partes una resolución que recibe la causa a prueba para interrumpir el abandono (ver roles Corte Suprema 837-2025, 1008-2025, 46439-2024 y 14015-2024). Esta es precisamente la tesis que recogieron los votos disidentes de la sentencia, quienes estuvieron por rechazar el incidente, lo que subraya la importancia del criterio tradicional ratificado en esta ocasión.

BOOK REVIEW

La era de las revoluciones. Avances y retrocesos desde 1600 hasta nuestros días



julio 2026

“La era de las revoluciones. Avances y retrocesos desde 1600 hasta nuestros días”

Ángel Soto

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

Cuando pensamos en una revolución, la imagen que acude casi siempre es la misma: multitudes en las calles, un antiguo régimen que se derrumba en cuestión de días, la guillotina como emblema de un mundo que se parte en dos o barbudos con armas incitando a la violencia. Fareed Zakaria dedica *La era de las revoluciones* (2026) a desmontar esa intuición. Las transformaciones que de verdad cambiaron el rumbo del mundo —sostiene— no fueron las más ruidosas ni las más veloces, sino aquellas que trabajaron en la larga duración, esa de tiempo lento que arranca desde abajo y se consolida a lo largo de generaciones. Una de sus tesis es que la Revolución Francesa, ícono del cambio radical, pertenece a la categoría de las fracasadas.

El autor es un influyente periodista. Zakaria conduce *Fareed Zakaria GPS*, el principal programa de política internacional de CNN, y ha escrito ensayos que anticiparon debates centrales, como su temprana advertencia sobre la “democracia iliberal”. El libro, según cuenta, le tomó una década y se nutrió de conversaciones con líderes mundiales. Esa doble condición —periodista global y lector atento de la historia— explica su virtud mayor: la capacidad de poner el presente en perspectiva.

La primera parte recorre cinco revoluciones. Comienza en la pequeña República holandesa del siglo XVII, el primer Estado liberal, refugio de disidentes y laboratorio de las finanzas modernas, que llegó a ser la tierra más rica del planeta. De allí las ideas saltaron el Canal en la Gloriosa Revolución inglesa de 1688, que puso límites al poder absoluto. Luego vino la industrial —“la madre de todas las revoluciones”— primero en Gran Bretaña y después en Estados Unidos. Lo que une a estos episodios triunfantes es un mismo hilo, y aquí Zakaria hace su apuesta liberal más clara: la democracia, el mercado, el comercio abierto y el incentivo a la innovación no fueron impuestos desde arriba, sino que germinaron de manera orgánica, gradual, casi imperceptible. Frente a ellos, la Revolución Francesa aparece como el reverso exacto: el intento de refundar la sociedad de un solo golpe, que terminó devorando a sus propios hijos. El progreso duradero, viene a decirnos, es hijo de la evolución y no de la ruptura.

En la segunda parte gira su relato hacia el presente y formula la pregunta que ordena todo el libro: ¿por qué vivimos un tiempo tan convulso? La respuesta es que también nosotros habitamos una era profundamente revolucionaria, atravesada por cuatro transformaciones simultáneas: la globalización económica, la revolución tecnológica de la información, el resurgir de las identidades y el reacomodo geopolítico entre Estados Unidos y China. Como en el pasado, cada avance engendra su reacción; el libro entero puede leerse como una meditación sobre el “progreso y la reacción” que le dan subtítulo. Es aquí donde el ejercicio de Zakaria dialoga con un método que me interesa especialmente: interrogar al pasado no para predecir, sino para ganar prudencia y humildad frente al futuro.

El lector de estas reseñas encontrará ecos familiares. La revolución financiera holandesa prolonga *El triunfo del dinero* de Niall Ferguson; la desazón que provoca la información sin diques conversa con el *Nexus* de Harari; y el impulso innovador que Zakaria celebra remite al *De cero a uno* de Thiel. Es, en el mejor sentido, un libro-puente.

Con todo, un lector con sensibilidad económica advertirá dos ausencias. La primera es Adam Smith: llama la atención que en el capítulo sobre la Revolución Industrial apenas asome *La riqueza de las naciones* (1776), la obra que dio lenguaje conceptual precisamente a ese mundo de mercados, división del trabajo y comercio que el autor tanto valora. La segunda es América Latina, sencillamente ausente del relato, pese a que nuestra región ofrece un extraordinario campo de pruebas sobre revoluciones, reformas y contragolpes.

Ninguna de estas omisiones resta valor a un libro lúcido y necesario. Al director o al ejecutivo que lo lea le dejará una pregunta incómoda y fértil: si todo progreso genera tarde o temprano su reacción, ¿cómo conducir el cambio en nuestras organizaciones sin provocar el rechazo que termine por sepultarlo? Zakaria no ofrece fórmulas, y hace bien. Ofrece algo más escaso: la certeza serena de que la historia rara vez avanza en línea recta.

Fareed Zakaria

La era de las revoluciones. Avances y retrocesos desde 1600 hasta nuestros días (Debate, 2026, 444 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

✉ mceciliacifuentes.esse@uandes.cl

INVESTIGADOR

Maximiliano Villalobos Andueza,

Magíster en Economía Aplicada, Pontificia Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile

✉ mrwillalobos.esse@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.