

CEFA ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO

N° 106



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Inflación, tasas de interés y
economías emergentes



ECONOMÍA NACIONAL

Ley de Presupuestos 2027: El
desafío de la consolidación fiscal



MERCADO DE CAPITALES

Los fondos de pensiones en 2026,
más allá de la pérdida en
derivados



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

La compleja situación del
mercado asalariado formal



TEMA DE ANÁLISIS

Perú: Estabilidad
macroeconómica frente a la
inestabilidad política



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

OCTUBRE

BOOK REVIEW

"The Civilization of Commerce.
Invisible Hands and The Pursuit
of Happiness"



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Inflación, tasas de interés y economías emergentes



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

OCTUBRE 2026



INFORME CEF
MACROFINANCIERO

Resumen ejecutivo

Contexto. La inflación PCE de Estados Unidos alcanzó 3,4 % interanual en agosto de 2026, por debajo de las expectativas del mercado, aunque todavía sobre la meta de 2 % de la Reserva Federal. Desde el inicio del conflicto en Medio Oriente, las presiones inflacionarias provenientes de la energía han condicionado las expectativas de política monetaria y han coincidido con una subida de las tasas de interés de los bonos del Tesoro. Esto añade una serie de implicancias para las economías emergentes.

Inflación y reacción del mercado

- El PCE general registró 3,4 % interanual en agosto, frente al 3,7 % esperado.
- La energía explicó 0,59 pp de la inflación, mientras el PCE subyacente aportó 2,68 pp.
- La probabilidad de un alza de 25 pb de la FED en octubre cayó desde 47,1 % a 19,4 %.
- La trayectoria implícita de tasas disminuyó 13,8 pb en promedio respecto del corte previo al dato.
- La tasa del Tesoro a 2 años cayó 11 pb al día siguiente del dato, con una reacción menor en los tramos largos.

Tasas y economías emergentes

- Desde el inicio del conflicto, las tasas del Tesoro a 2 y 10 años aumentaron 146 y 134 pb.
- El alza de tasas es consistente con un predominio del canal inflacionario sobre la demanda por refugio.
- Las monedas emergentes fuera de Latinoamérica se depreciaron 4,6 % en promedio frente al dólar.
- El peso chileno acumuló una depreciación de 12,1 %, la mayor entre las principales economías de la región.
- Las mayores tasas externas y la depreciación cambiaria restringen el espacio de política monetaria en Chile.

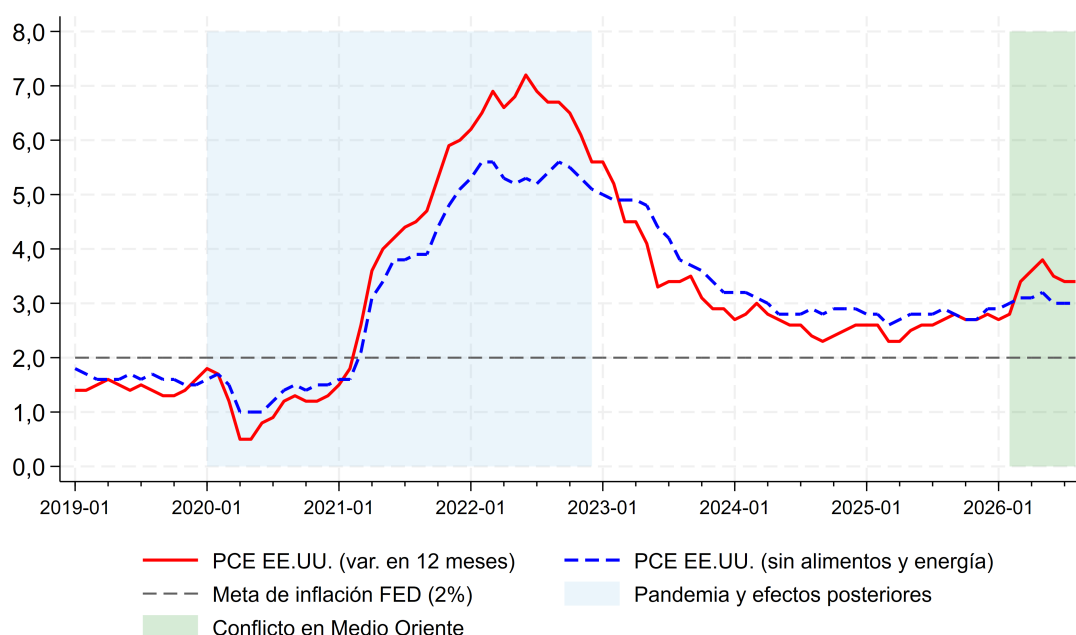
Conclusión. La sorpresa inflacionaria de agosto moderó las expectativas de alzas de tasas de la FED, pero no revirtió las presiones financieras asociadas al conflicto en Medio Oriente. Una normalización del escenario geopolítico podría reducir la inflación y las tasas internacionales, aliviando los costos de financiamiento y las presiones cambiarias sobre las economías emergentes. Para Chile, esto ampliaría el margen de política monetaria en un contexto de debilidad económica y estrechez fiscal.

Inflación, tasas de interés y economías emergentes

El dato inflacionario de agosto 2026

La inflación en Estados Unidos, medida a través del índice de precios del gasto en consumo personal (PCE, por su sigla en inglés) —indicador sobre el cual la Reserva Federal (FED) define su meta de inflación de 2 %—, registró una variación interanual de 3,4 % en agosto y de 0,3 % respecto de julio pasado. Como muestra el Gráfico N°1, desde el inicio del conflicto en Medio Oriente en febrero de este año, y en la medida que la situación no se ha normalizado, la inflación general en EE.UU. se ha mantenido por sobre los niveles registrados durante el período de normalización inflacionaria posterior a la pandemia, iniciado a mediados de 2023 y profundizado desde enero de 2024. En este contexto, la inflación interanual ha promediado 3,5 % entre marzo y agosto de este año, manteniéndose consistentemente por sobre la meta de 2 % de la FED y superando los promedios de 2,7 % y 2,6 % registrados desde junio de 2023 y enero de 2024, respectivamente.

Gráfico N°1: Inflación Interanual en EE.UU. (variación acumulada en 12 meses del índice de precios del PCE, %)



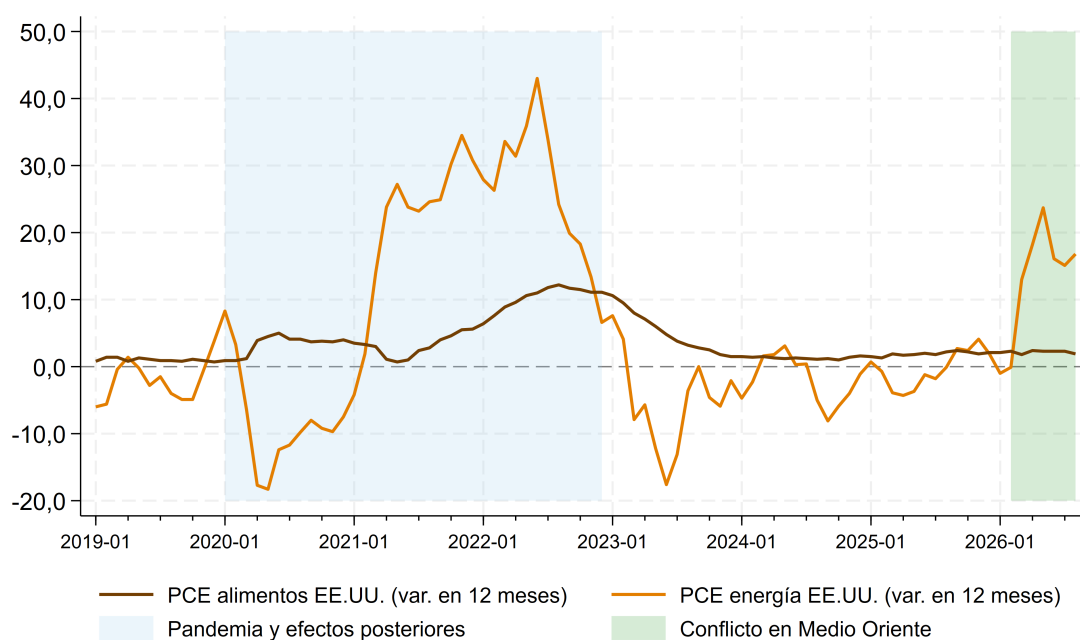
Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis. Elaboración CEF.

El aumento de la inflación se explica mayormente por la evolución del componente energético. Como evidencia el gráfico anterior, la variación interanual del PCE al excluir alimentos y energía (PCE subyacente) se ha mantenido estable en torno a 3,0 % durante este año, mientras que la inflación general subió desde 2,8 % en febrero hasta un máximo de 3,8 % en mayo. En particular, entre marzo y agosto el PCE subyacente ha promediado 3,1 %, en línea con el promedio de 3,1 %

registrado desde junio de 2023 y levemente por sobre el 2,9 % registrado desde enero de 2024. Además, su volatilidad, medida a través de la desviación estándar, ha sido la mitad de la observada en la inflación general en el mismo período (0,08 pp versus 0,16 pp). Con todo, el PCE subyacente se mantiene en torno a un punto porcentual por sobre la meta de 2 % de la FED.

Dado que esta medida excluye tanto alimentos como energía, el Gráfico N°2 presenta por separado la evolución de la inflación de ambos componentes. En el caso del PCE, los alimentos excluidos corresponden a los alimentos y bebidas para consumo en el hogar, ya que los servicios de alimentación forman parte de la medida subyacente. Como se observa, el aumento registrado durante 2026 proviene principalmente del componente energético y no de los alimentos. Entre marzo y agosto, la inflación interanual de la energía ha promediado 17,2 %, mientras que la de los alimentos se ha ubicado en torno a 2,2 %. De esta forma, la brecha observada durante 2026 entre la inflación general y aquella que excluye alimentos y energía se explica en gran medida por el componente energético. De hecho, durante este período la inflación de los alimentos ha promediado incluso un nivel inferior al de la inflación general.

Gráfico N°2: Inflación Interanual de Alimentos y Energía en EE.UU. (variación acumulada en 12 meses del índice de precios del PCE, %)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis. Elaboración CEF.

El dato de inflación de agosto va en línea con lo observado desde febrero de este año, con un alza de la inflación respecto de los niveles previos al conflicto explicada en gran medida por el componente energético. Como muestra la Tabla N°1, la energía contribuyó con 0,59 puntos porcentuales (pp) a la inflación interanual de 3,4 %, representando un 17,4 % del total. A su vez, esta contribución se explica principalmente por el aumento del precio de la gasolina, que representó el 81,6 % de la incidencia del componente energético y el 14,2 % de la inflación general. Pese al alza de 16,8 % en sus precios, la energía pondera solo 3,5 % del gasto en consumo personal,

por lo que el grueso de la inflación interanual proviene del PCE subyacente, que aportó 2,68 pp (78,4 % del total).

Tabla N°1: Descomposición de la Variación del Índice de Precios del PCE de agosto 2026 en EE.UU.

Categoría	Ago. 2026	Variación 12 meses a ago. 2026	% de la inflación interanual general
Todos los ítems	0,3	3,4	100,0 %
Alimentos (consumo en el hogar)	0,0	1,9	4,1 %
Energía	2,3	16,8	17,4 %
<i>Bienes energéticos</i>	4,4	27,9	15,8 %
<i>Gasolina y otros combustibles de motor</i>	4,1	27,9	14,2 %
<i>Petróleo y otros combustibles</i>	8,3	41,5	1,7 %
<i>Servicios energéticos</i>	-0,4	3,9	1,8 %
<i>Electricidad</i>	-0,2	3,8	1,4 %
<i>Gas natural</i>	-1,1	4,4	0,5 %
Todos los ítems menos alimentos y energía	0,2	3,0	78,4 %

Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis. Elaboración CEF.

Este dato inflacionario de agosto estuvo por debajo de lo esperado por el mercado. De acuerdo con las encuestas a economistas, se esperaba una variación interanual de 3,7 % para el PCE general y de 3,3 % para el subyacente, por lo que la sorpresa fue a la baja dados los registros de 3,4 % y 3,0 %, respectivamente. Es relevante mencionar que parte de esta diferencia responde a la revisión anual de la BEA publicada junto con el dato, que redujo la inflación de julio de 3,7 % a 3,4 % en el PCE general y de 3,3 % a 3,0 % en el subyacente. De esta manera, las expectativas previas habrían estado influidas, a su vez, por un dato de julio que posteriormente fue revisado a la baja. En este sentido, es relevante considerar que los datos de inflación presentan cierto grado de persistencia, por lo que el registro de un mes constituye un antecedente importante para proyectar los meses siguientes. En consecuencia, la revisión a la baja de la inflación de julio también resulta relevante para evaluar la magnitud de la sorpresa inflacionaria de agosto.

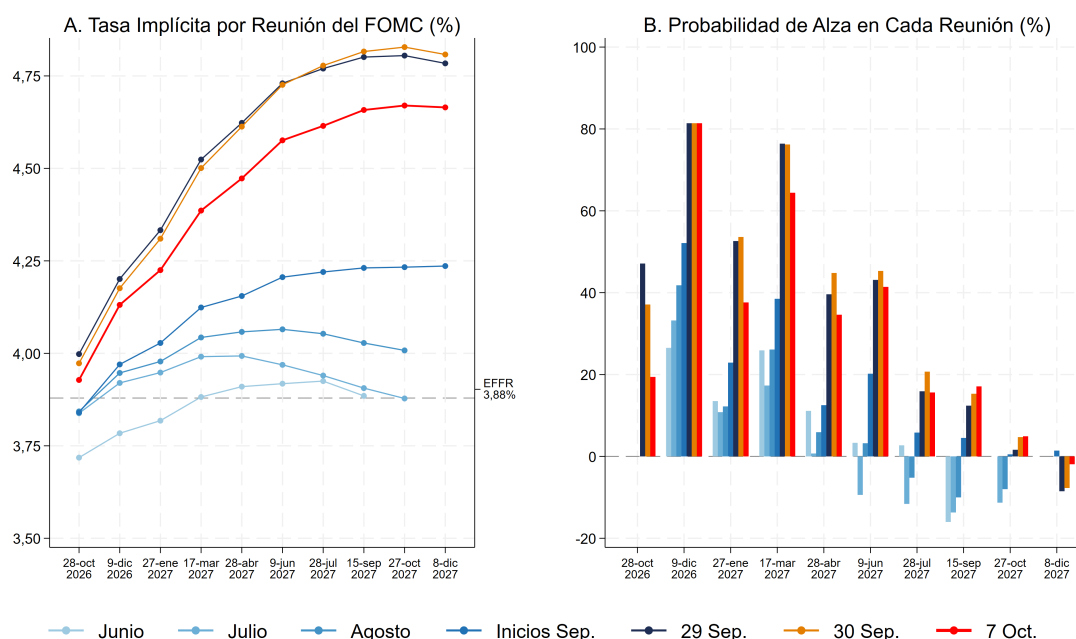
La reacción del mercado

Para entender la reacción del mercado es importante considerar que la FED utiliza el PCE, y no el IPC, como su principal referencia para la conducción de la política monetaria. Su meta de inflación de 2 % se define explícitamente en términos de la variación anual del índice de precios del PCE, indicador que tiene una cobertura más amplia que el IPC y cuyas ponderaciones se

actualizan continuamente para reflejar los cambios en los patrones de consumo de los hogares. Esto no significa que la FED deje de lado otros indicadores ya que también sigue de cerca el IPC, las medidas subyacentes y las expectativas de inflación, pero como complemento del PCE, que es su indicador principal. Por lo tanto, una sorpresa en el PCE tiene un efecto directo sobre lo que el mercado espera de las próximas decisiones de política monetaria.

En este contexto, uno de los principales efectos que implicó el dato inflacionario fue una revisión a la baja de la probabilidad de un alza de 25 puntos base (pb) en la tasa de interés de la FED para la reunión del 28 de octubre. El Gráfico N°3 muestra la trayectoria implícita internalizada por el mercado de la tasa de la FED en distintos momentos (cortes), desde junio hasta octubre. Como se observa en el Panel B, el mercado pasó de asignar una probabilidad de 47,1 % a un alza en esa reunión en el corte del 29 de septiembre, día previo a la publicación del dato, a una de 37,1 % el 30 de septiembre, una vez conocido el dato, y a 19,4 % en el corte del 7 de octubre. En cambio, la probabilidad de un alza en la reunión de diciembre se mantiene en torno a 80 %, por lo que, más que descartar nuevas alzas, el mercado postergó hacia fin de año el alza que esperaba para octubre. Esta lectura coincide con la de Goldman Sachs, que el 1 de octubre trasladó a diciembre su proyección de alza de tasa¹.

Gráfico N°3: Expectativas del Mercado para la Tasa de Fondos Federales por Reunión del FOMC (%)



Nota: El panel B presenta la probabilidad implícita de movimientos de 25 pb en la tasa de política monetaria de la FED. Los valores positivos corresponden a alzas y los negativos, a recortes, con la probabilidad correspondiente expresada en valor absoluto.

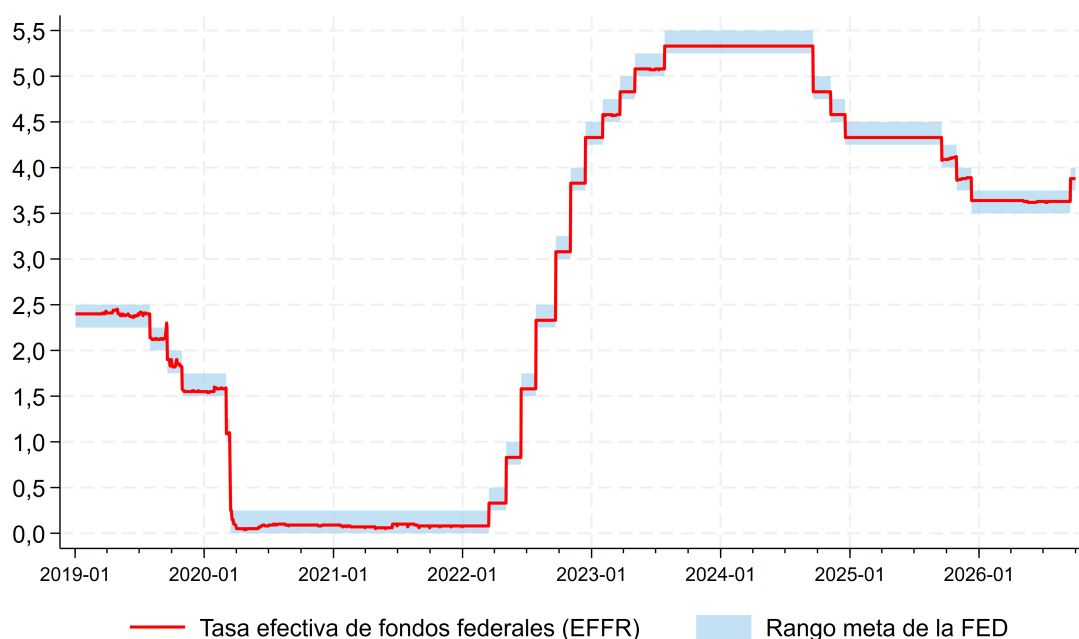
Fuente: Bloomberg. Elaboración CEF.

Por su parte, el Panel A del Gráfico N°3 muestra la trayectoria implícita de la tasa de interés para cada reunión. Tras el dato, esta trayectoria se desplazó a la baja respecto del corte del 29

¹Ver [Reuters](#).

de septiembre, previo al dato, en todas las reuniones, con diferencias de entre 10,8 y 15,5 pb a partir de 2027, implicando una diferencia promedio de 13,8 pb entre la trayectoria previa al dato y la actual. Sin embargo, la trayectoria actual se mantiene por sobre las estimadas en los cortes de junio a inicios de septiembre, ya que incorpora el alza de 25 pb que la FED anunció el 16 de septiembre, la primera desde julio de 2023, y que llevó el rango meta de la tasa de fondos federales desde 3,50 %-3,75 % a 3,75 %-4,00 %, como muestra el Gráfico N°4. Esto a su vez implicó que la tasa efectiva pasó desde 3,63 % a 3,88 % dentro del nuevo rango establecido.

Gráfico N°4: Tasa de Fondos Federales Efectiva y Rango Meta de la FED (%)



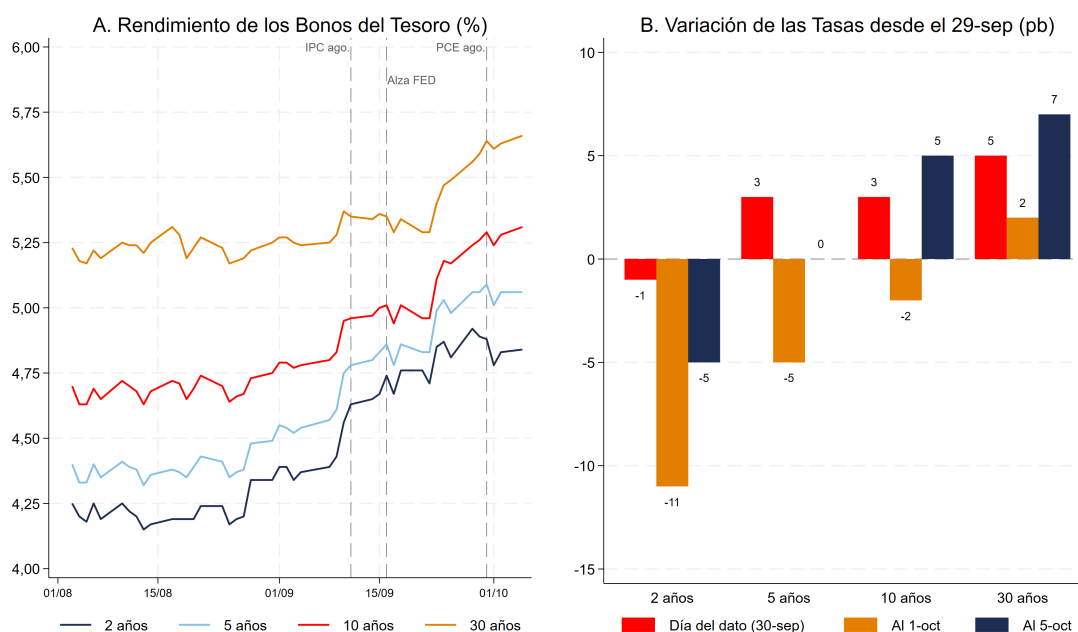
Fuente: Federal Reserve Bank of New York. Elaboración CEF.

El dato también tuvo implicancias en el mercado de bonos del Tesoro. Una inflación menor a la esperada, junto con una trayectoria estimada de política monetaria menos restrictiva, lleva a que las tasas se ajusten a la baja. Los inversionistas demandan más bonos, lo que eleva su precio y, dado que el precio y el rendimiento de un bono se mueven en sentido inverso, reduce su tasa. Este efecto es más relevante en el tramo corto de la curva, ya que la tasa a 2 años refleja principalmente la trayectoria esperada de la tasa de política monetaria, mientras que los tramos largos dependen en mayor medida de otros factores.

Como muestra el Gráfico N°5, la reacción se concentró en el tramo corto. En el día de publicación del PCE y el día posterior, la tasa a 2 años acumuló caídas de 1 pb y 11 pb, respectivamente, pasando desde 4,89 % a 4,88 % y luego a 4,78 %. La de 5 años bajó 5 pb entre el 29 de septiembre y el 1 de octubre, mientras que la de 10 años bajó solo 2 pb y la de 30 años subió 2 pb. Cabe señalar que estas variaciones recogen también otra información de esos días. Posteriormente, las tasas recuperaron parte de la caída. Al 5 de octubre, la tasa a 2 años se ubicaba 5 pb bajo su nivel previo al dato, mientras que las de 10 y 30 años estaban 5 y 7 pb por sobre ese nivel, lo que refleja que en el tramo largo ha predominado el canal inflacionario asociado al conflicto, como

se explica a continuación.

Gráfico N°5: Tasas de los Bonos del Tesoro de EE.UU. a 2, 5, 10 y 30 Años



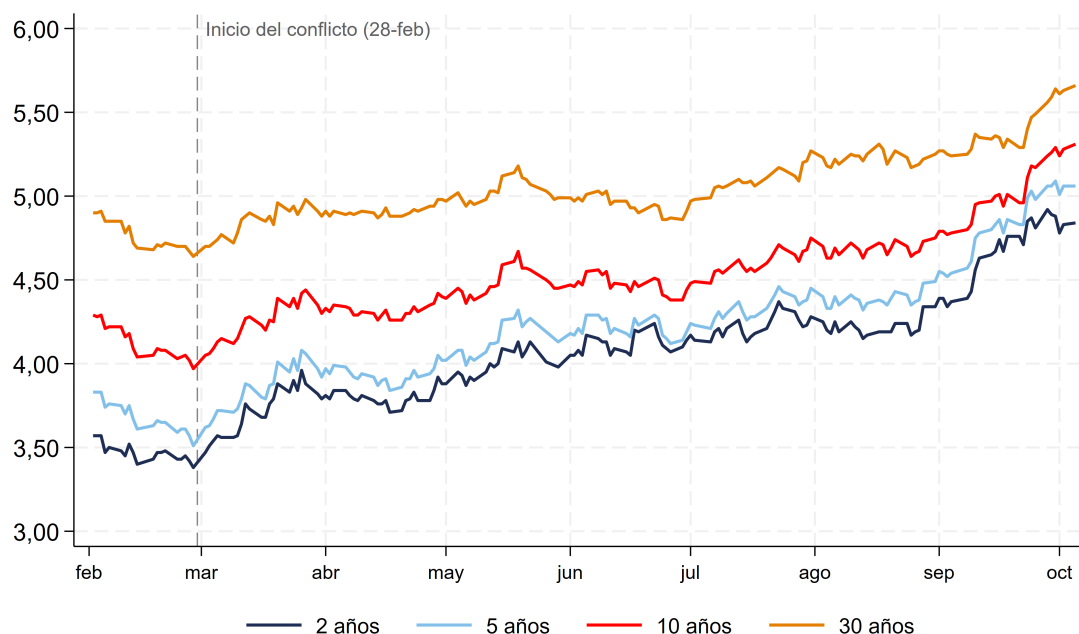
Fuente: U.S. Department of the Treasury. Elaboración CEF.

Para interpretar estos movimientos es útil considerar que las tasas de los bonos del Tesoro incorporan dos canales. El primero es inflacionario, los inversionistas exigen una compensación por la inflación esperada y por la tasa de política monetaria que la FED fijaría en respuesta. El segundo responde a la demanda por refugio, la incertidumbre y el premio por plazo. Frente a eventos geopolíticos que no impliquen un shock inflacionario, suele predominar este segundo canal a través del llamado *flight to quality*, en el cual, los inversionistas buscan refugio en los bonos del Tesoro, considerados libres de riesgo, lo que eleva su precio y reduce su tasa. En el caso de la sorpresa del PCE, en cambio, actuó mayormente el canal inflacionario mediante menor inflación esperada y por lo mismo, menores rendimientos exigidos, particularmente en el tramo corto de la curva de tasas.

El conflicto en Medio Oriente, iniciado el sábado 28 de febrero, combina ambos canales. Por una parte, aumenta la incertidumbre, lo que por sí solo debería elevar la demanda por bonos del Tesoro, subir su precio y bajar su tasa. Por otra, genera un shock inflacionario a través del precio de la energía. Como muestra el Gráfico N°6, desde el cierre del viernes 27 de febrero las tasas han tenido una clara tendencia al alza, lo que indica que los movimientos son consistentes con un predominio del canal inflacionario. Entre el 27 de febrero (último día hábil previo al inicio del conflicto) y el 5 de octubre, las tasas a 2, 5, 10 y 30 años acumulan alzas de 146, 155, 134 y 102 pb, respectivamente. Esto también ayuda a entender por qué las tasas han subido en los tramos largos. Si bien la sorpresa del PCE redujo las alzas esperadas en el corto plazo, los riesgos inflacionarios asociados al conflicto seguirían presionando al alza las tasas de largo plazo, a esto se le suma el progresivo deterioro fiscal que ha venido acumulando Estados Unidos en los años

recientes.

Gráfico N°6: Tasas de los Bonos del Tesoro de EE.UU. desde el Inicio del Conflicto en Medio Oriente



Fuente: U.S. Department of the Treasury. Elaboración CEF.

En síntesis, si bien la sorpresa a la baja del PCE presionó a la baja las tasas de corto plazo, la tendencia de las tasas en el año ha sido al alza, ya que el canal inflacionario ha tendido a predominar. En ese sentido, una normalización de la situación en Medio Oriente, y con ello de la inflación, podría revertir esta tendencia ya que, en la medida en que el canal inflacionario deje de ser predominante y la FED, por lo mismo, no necesite una política monetaria contractiva, las tasas de los bonos del Tesoro podrían comenzar a ajustarse a la baja.

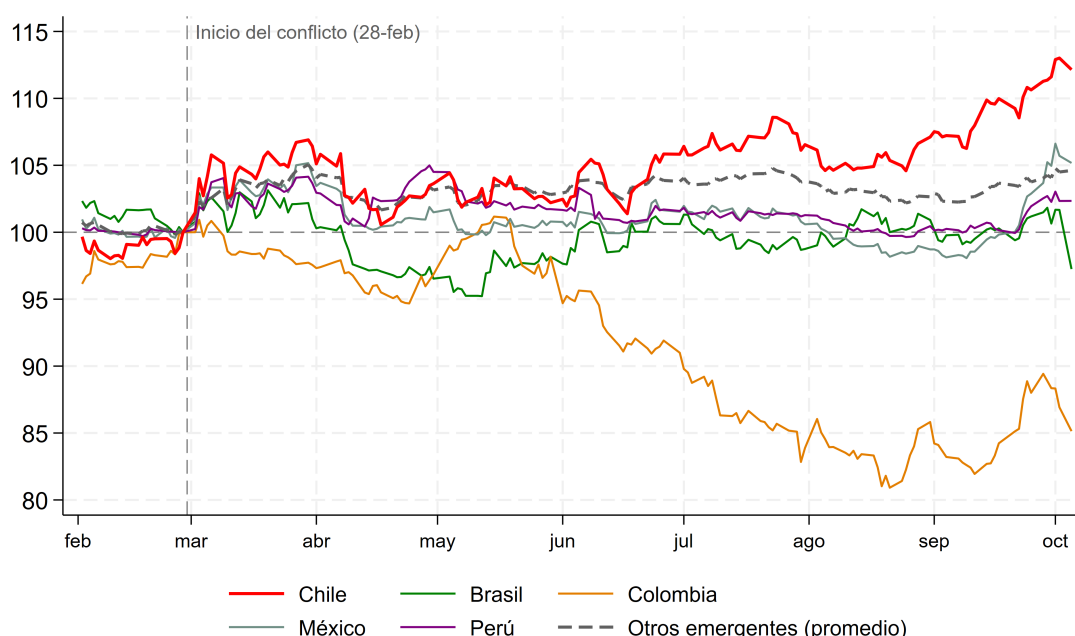
Implicancias para economías emergentes

El alza de las tasas en EE.UU. durante el año también tiene implicancias para las economías emergentes. La tasa de los bonos del Tesoro funciona como una tasa de interés mundial. Al ser el activo libre de riesgo de referencia para los mercados financieros globales, tiende a determinar el retorno mínimo que exigen los inversionistas internacionales en economías emergentes, y las tasas de estas se fijan a partir de ella, agregando un premio por riesgo que depende del país. Por lo tanto, un alza de las tasas en EE.UU. tiende a traducirse en mayores tasas y costos de financiamiento para las economías emergentes.

Además, desde el inicio del conflicto las monedas emergentes se han depreciado, en promedio, frente al dólar. Esto ocurre porque los activos en EE.UU. se vuelven más atractivos, tanto por la búsqueda de refugio (*flight to quality*) como por las mayores tasas asociadas al shock inflacionario, que elevan los rendimientos exigidos en dólares. Como muestra el Gráfico N°7, entre el 27 de

febrero y el 5 de octubre las monedas de las economías emergentes fuera de Latinoamérica se han depreciado 4,6 % en promedio frente al dólar, y 11 de las 13 consideradas perdieron valor². Entre las principales economías de la región, el peso chileno fue la moneda que más se depreció (12,1 %), seguido por el peso mexicano (5,2 %) y el sol peruano (2,3 %), mientras que el real brasileño (2,8 %) y, sobre todo, el peso colombiano (14,9 %) se apreciaron, estos últimos probablemente por su condición de exportadores de petróleo y la subida de precios de este como consecuencia del conflicto. El fortalecimiento del dólar también se observó frente a monedas de economías desarrolladas, como el euro, que se depreció 5,5 %. Estas depreciaciones tienden a presionar la inflación local, en un grado que depende del traspaso cambiario (*pass-through*) de cada economía, es decir, de qué proporción de la depreciación se refleja en los precios internos.

Gráfico N°7: Tipo de Cambio frente al Dólar en Latinoamérica y Otras Economías Emergentes
(índice 27 de febrero de 2026 = 100)



Nota: un alza en la serie de tiempo implica depreciación.

Fuente: BCCh. Elaboración CEF.

Si la situación en Medio Oriente se normaliza, estos efectos podrían revertirse y favorecer a las economías emergentes. Por una parte, menores tasas en EE.UU. implicarían menores costos de financiamiento, lo que se vería reforzado por lo que ocurra en otras economías desarrolladas, como la eurozona y el Reino Unido, cuyas tasas a 10 años también han subido desde el inicio del conflicto (78 y 104 pb, respectivamente, según datos del Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra). Por otra, un menor atractivo relativo de los activos en dólares reduciría las presiones de depreciación sobre las monedas emergentes y, con ello, su efecto sobre la inflación, lo que daría a los bancos centrales emergentes mayor espacio para su política monetaria.

²Corresponden a los miembros no latinoamericanos del MSCI Emerging Markets Index (USD). China, Corea del Sur, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Polonia, República Checa, Sudáfrica, Tailandia y Taiwán; se excluyen las monedas fijas al dólar y la lira turca, por su alta inflación.

Esto último es especialmente relevante para Chile, considerando que las cuentas nacionales evidenciaron un primer semestre con variaciones negativas de la actividad y que las proyecciones para el año apuntan a un crecimiento inferior a 1 %. A ello se suma el registro negativo del IMACEC de agosto, que ha llevado a algunas proyecciones a considerar incluso la posibilidad de que el crecimiento anual del PIB sea negativo. En este contexto de debilidad económica, el Banco Central de Chile mantiene un espacio acotado para relajar la política monetaria, debido a las presiones inflacionarias provenientes del escenario externo, a las que se suman aquellas asociadas a la depreciación del peso. Una normalización de la situación en Medio Oriente reduciría estas presiones y ampliaría el margen para iniciar un ciclo de recortes de la tasa de política monetaria. Esto, junto con una política fiscal expansiva dentro de los márgenes que permite la estrechez fiscal, contribuiría a estimular la demanda interna y, con ello, la actividad económica.

ECONOMÍA
NACIONAL

Ley de Presupuestos 2027: el desafío de la consolidación fiscal



OCTUBRE 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El proyecto de Ley de Presupuestos 2027 contempla un crecimiento real del gasto de 1,5 % respecto de lo proyectado a ejecutar en 2026, en un contexto de déficits fiscales persistentes, aumento del endeudamiento público y reducción de los ahorros fiscales. La propuesta busca iniciar un proceso de consolidación fiscal mediante una moderación del crecimiento del gasto y un criterio más conservador en la proyección de ingresos.

Proyecto de Presupuestos 2027

- El gasto crecería 1,5 % respecto de lo proyectado para 2026 y 2,7 % frente a la LDP original.
- Ambas variaciones se ubican por debajo de sus respectivos promedios históricos desde 2010.
- Los mayores aumentos se concentran en subsidios y donaciones y gastos de capital.
- Los ingresos proyectados crecerían 2,1 %, frente al promedio anual de 5,2 % entre las LDP 2022–2026.
- El déficit estructural proyectado alcanzaría 1,8 % del PIB en 2027, su menor nivel desde 2019, excluyendo 2022.

Situación fiscal y perspectivas

- El déficit estructural aumentó desde 2,7 % a 3,7 % del PIB entre 2023 y 2025, incumpliendo las metas fiscales.
- La deuda bruta creció desde 8,6 % del PIB en 2010 a 41,5 % en 2025.
- Los activos del Tesoro Público disminuyeron desde 17,1 % del PIB en 2008 a 4,1 % en 2025.
- El FEES cerró 2025 con US\$3.889 millones, equivalentes a apenas 1,0 % del PIB.
- El elevado precio del cobre ofrece una oportunidad para recuperar ingresos y reconstruir el ahorro fiscal.

Conclusión. El proyecto de LDP 2027 constituye una oportunidad para avanzar en la consolidación fiscal, tanto por la moderación del gasto como por una proyección de ingresos más conservadora. Sin embargo, su efectividad dependerá de que los ingresos se materialicen y las metas fiscales efectivamente se cumplan. En un contexto de mayor endeudamiento y menores ahorros, sostener este esfuerzo y aprovechar el favorable ciclo del cobre permitiría recuperar la credibilidad de la regla fiscal y reconstruir el espacio de respuesta ante futuras crisis.

Ley de Presupuestos 2027: el desafío de la consolidación fiscal

La propuesta para la LDP 2027

El Gobierno ingresó al Congreso Nacional el proyecto de Ley de Presupuestos (LDP) correspondiente al año 2027. A partir de su tramitación y posterior aprobación, se establecerá la asignación de recursos que dispondrá el Gobierno Central para el próximo año fiscal en los distintos ministerios y programas correspondientes.

En los medios de comunicación se ha destacado que el gasto público crecerá un 1,5 % en 2027, cifra que se encuentra contenida en el Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre de 2026 (IFP3T26). Sin embargo, de acuerdo con el informe, este crecimiento no corresponde a la variación respecto del gasto contemplado en la LDP aprobada para 2026, sino que se calcula en relación con el gasto efectivo que el Gobierno Central proyecta ejecutar durante el presente año.

Como muestra la Tabla N°1, el gasto efectivo proyectado para 2026 corresponde al gasto aprobado en la LDP 2026, incorporando una serie de ajustes que consideran tanto aumentos como reducciones del gasto. En particular, los ajustes al gasto corriente ascienden a \$1.745 miles de millones, de los cuales \$1.402 miles de millones corresponden a un mayor gasto en personal¹, representando así un 80,3 % del ajuste total de esta categoría.

Por su parte, el gasto total proyectado para 2026 registra un ajuste al alza de \$1.053 miles de millones, cifra inferior a los \$1.745 miles de millones señalados anteriormente, debido a las revisiones a la baja del gasto de capital durante el año. Como señala el IFP3T26, durante el primer y segundo trimestre de 2026, el gasto de capital (inversión y transferencias de capital) registró contracciones reales anuales de 13,8 % y 14,2 %, respectivamente. Si bien en los meses posteriores esta contracción se ha moderado hasta alcanzar un 2,9 % real anual, la revisión a la baja del gasto de capital compensa parcialmente los ajustes al alza del gasto corriente, moderando así el incremento del gasto total proyectado para el cierre de 2026, resultando en \$1.053 miles de millones extras con respecto a lo aprobado en la LDP original.

¹La LDP 2026 no contemplaba los recursos necesarios para financiar la Ley del Reajuste de Remuneraciones.

Tabla N°1: Gasto del Gobierno Central total por componente (millones de pesos de 2027) – LDP 2026 original, ajustes, gasto proyectado 2026 y Proyecto LDP 2027

Componente	(1) LDP 2026 original	(2) Ajustes	(3) Gasto proyectado 2026 = (1) + (2)	(4) Proyecto LDP 2027	(5) Crec. vs gasto proy. 2026 (%)	(6) Crec. vs LDP 2026 original (%)
Gastos Corrientes	75.640.492	+1.745.958	77.386.451	77.868.578	0,6	2,9
Personal	17.755.435	+1.402.814	19.158.249	19.158.964	0,0	7,9
Bienes y servicios de consumo y producción	6.997.898	+433.547	7.431.445	7.253.526	-2,4	3,7
Intereses	4.755.098	-8.322	4.746.775	5.093.706	7,3	7,1
Subsidios y donaciones	29.748.049	-821.449	28.926.601	29.856.773	3,2	0,4
Prestaciones previsionales	16.342.776	+613.263	16.956.039	16.472.320	-2,9	0,8
Otros	41.235	+126.106	167.341	33.288	-80,1	-19,3
Gastos de Capital	13.096.358	-692.673	12.403.685	13.307.238	7,3	1,6
Inversión	5.265.288	-317.676	4.947.612	5.381.378	8,8	2,2
Transferencias de capital	7.831.070	-374.998	7.456.072	7.925.860	6,3	1,2
Total gastos	88.736.851	+1.053.285	89.790.135	91.175.816	1,5	2,7

Fuente: IFP3T26, DIPRES. Elaboración CEF.

Teniendo en cuenta esa base de comparación, para 2027, el proyecto de LDP concentra los mayores aumentos del gasto en dos ítems. Por un lado, Subsidios y Donaciones y Gastos de Capital, con incrementos de \$930 y \$904 miles de millones respecto del gasto proyectado para 2026, respectivamente. Estos aumentos representan variaciones reales de 3,2 % y 7,3 %, respectivamente. Si bien el incremento en términos absolutos es mayor en Subsidios y Donaciones, la variación real del gasto de capital es superior, debido a que este último ítem presenta una menor base de comparación. De esta manera, aumentos de magnitudes similares se traducen en variaciones porcentuales mayores en aquellos componentes que representan una menor proporción del gasto total.

Detrás del aumento del gasto de capital se encuentra probablemente, en gran medida, el plan “Chile Despega”, presentado por el Gobierno el 28 de septiembre con el objetivo de reactivar la economía y generar más de 100 mil empleos, y que el IFP3T26 identifica como Plan de Reactivación y Empleo. El plan movilizaría en total \$1.300 miles de millones, aunque no todo corresponde a mayor gasto en 2027. Una parte ya está incorporada en el gasto proyectado para 2026 ya que el mismo IFP3T26 eleva la proyección de gasto de este año en \$337 miles de millones por el plan, monto que incluye \$155 miles de millones en obras a ejecutar durante el cuarto trimestre.

Para 2027, el plan Chile Despega inyectaría \$635 miles de millones mediante aceleración de obras e inversión pública. Según el Gobierno, esto contemplaría obras de rápida ejecución del MOP relacionadas a infraestructura portuaria e hidráulica, vivienda, reconstrucción, obras de vialidad, mejoramiento urbano, entre otros. Este monto equivale a cerca de 70 % del aumento del gasto de capital respecto del gasto proyectado para 2026.

El plan Chile Despega también contiene un componente de empleo, pero es significativamente más acotado. Se incorporarían \$91 miles de millones en subsidios a la contratación entre 2026 y 2027, por lo que explicaría solo una fracción muy menor del aumento de Subsidios y Donaciones.

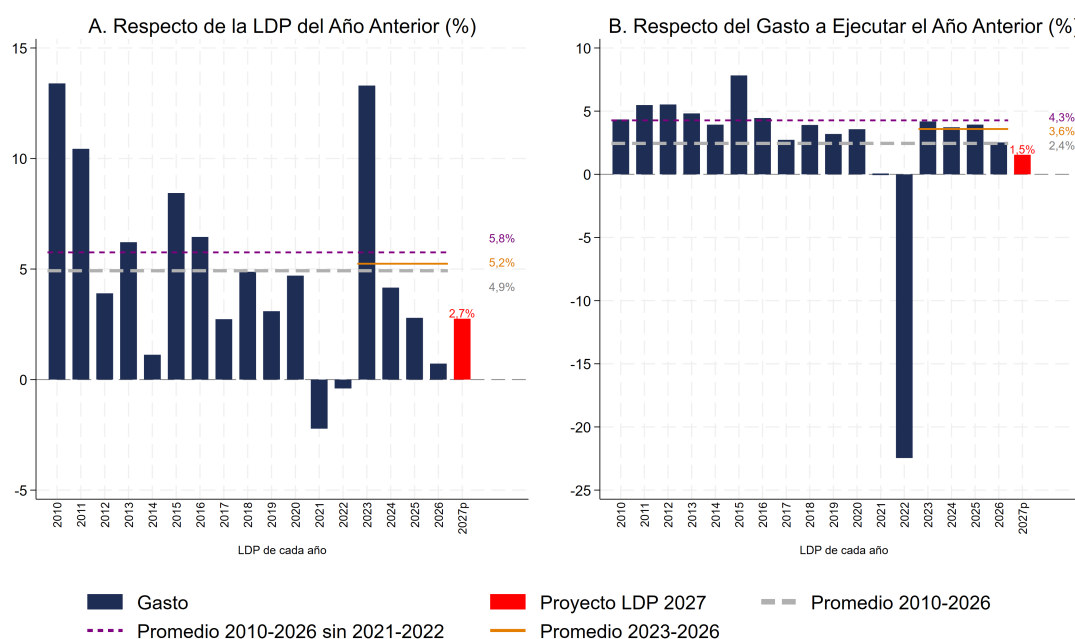
Cabe señalar que, respecto de la Ley de Presupuestos 2026 original, ambos ítems crecen menos (0,4 % en Subsidios y Donaciones y 1,6 % en Gastos de Capital), ya que el Gobierno espera ejecutar en 2026 menos de lo aprobado en ambos.

Por último, la caída de 80,1 % en Otros corresponde a otros gastos corrientes (Subtítulo 26 en la clasificación de DIPRES), ítem al que la Ley de Presupuestos asigna un presupuesto bajo y que muchas veces termina siendo mayor en la ejecución, según la contingencia del año. Así ocurrió en 2026, por lo que el proyecto para 2027 vuelve a montos habituales, lo que se traduce en una fuerte caída respecto de lo que se espera ejecutar este año.

Base de comparación en las LDP y perspectiva histórica

Como se mencionó, el crecimiento de 1,5 % del gasto anunciado por el Gobierno compara el proyecto de LDP 2027 con el gasto que se espera ejecutar durante 2026, y no con la LDP 2026 aprobada. El Gráfico N°1 muestra el crecimiento real del gasto propuesto en cada LDP bajo ambas bases de comparación. El panel A lo compara con la LDP del año anterior, mientras que el panel B lo compara con el gasto que el Gobierno proyectaba ejecutar el año anterior según el IFP del tercer trimestre, mismo criterio utilizado este año. Por ejemplo, en la LDP 2010 el crecimiento se mide respecto del gasto que se esperaba ejecutar en 2009 de acuerdo al IFP3T09.

Gráfico N°1: Crecimiento real del gasto en las LDP según base de comparación



Fuente: LDP 2009-2026, Propuesta 2027 e IFP del tercer trimestre de cada año, DIPRES. Elaboración CEF.

La comparación con el gasto a ejecutar durante el año es probablemente más adecuada, ya que refleja de mejor manera las necesidades de gasto dada la coyuntura. Por ejemplo, durante la tramitación de la LDP 2026 en 2025 no se tenía en cuenta el conflicto en Medio Oriente y su efecto sobre el precio de los combustibles, la caída de la actividad económica en la primera parte de 2026, ni el fuerte ajuste a la baja del gasto de capital durante el primer semestre. El gasto a ejecutar en el año fiscal incorpora estos elementos coyunturales, por lo que constituye una base más realista para la comparación.

Además, cuando la LDP anterior subestima de manera importante el gasto y el posterior gasto a ejecutar corrige dicha subestimación, el crecimiento medido respecto de la LDP anterior se infla. Es lo que ocurre para 2027, cuyo gasto crece 2,7 % respecto de la LDP 2026, pero solo 1,5 % respecto del gasto a ejecutar en 2026, que ya incorpora los ajustes realizados durante el año.

Esto también se observa en la tendencia. En el panel B, el crecimiento del gasto propuesto ha tendido a la baja tras la pandemia, pasando de 4,2 % en 2023 a 2,5 % en 2026 y 1,5 % según lo propuesto para la LDP 2027, por debajo del promedio de 3,6 % del periodo 2023–2026. En cambio, en el panel A el crecimiento de 2027 (2,7 %) rompe esta tendencia al superar el 0,7 % de 2026, lo que responde a la subestimación del gasto en la LDP 2026 más que a un mayor impulso del gasto, y contrasta con lo que muestra el panel B.

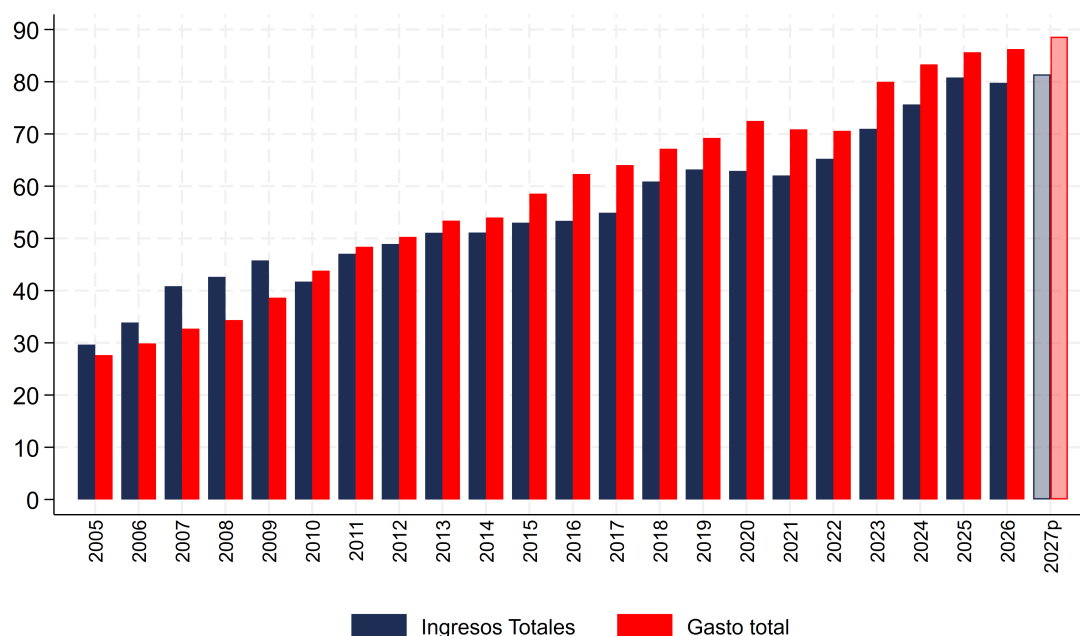
Más importante aún, es el hecho de que bajo ambas métricas —tanto en comparación con la ley aprobada del año anterior, así como con el gasto a ejecutar durante el año— el crecimiento del gasto propuesto para 2027 pareciera contenerse respecto de los periodos anteriores. Respecto de la LDP 2026, el gasto crece 2,7 %, por debajo de los promedios de 4,9 % del periodo 2010–2026, de 5,8 % si se excluyen los años de pandemia (2021 y 2022) y de 5,2 % del periodo 2023–2026. Respecto del gasto a ejecutar en 2026, el crecimiento de 1,5 % también se ubica por debajo de los promedios respectivos de 2,4 %, 4,3 % y 3,6 %. En otras palabras, en el proyecto de LDP 2027, el Gobierno busca iniciar un proceso de consolidación fiscal que vaya más allá de los ajustes de gasto realizados durante este año. Como se señaló anteriormente, dichos ajustes se concentraron mayormente en un recorte significativo del gasto de capital. Al tratarse de una partida de carácter más discrecional, suele ser una de las primeras en reducirse ante la necesidad de contener el gasto público, dada la rigidez a la baja de otros componentes cuyo gasto se encuentra comprometido por ley.

Asimismo, se considera el periodo desde 2010 en adelante para la comparación histórica por tres razones. En primer lugar, es la década en que Chile pasa de superávits a déficits fiscales efectivos. De acuerdo con datos del Consejo Fiscal Autónomo (CFA), desde 2013 el Gobierno Central ha registrado déficits efectivos de manera persistente, con la sola excepción de 2022, cuyo superávit respondió al ajuste del gasto tras la pandemia y a la fuerte expansión de ingresos tributarios y del litio. En segundo lugar, este cambio coincide con la ralentización del crecimiento económico de Chile, por lo que incluir años anteriores contaminaría la comparación con las altas tasas de crecimiento del periodo 2000–2008, asociadas al superciclo del cobre. En tercer lugar, durante esta década se incorporan a las LDP prestaciones sociales relevantes y rígidas a la baja, como la gratuidad en la educación superior o la Pensión Garantizada Universal (PGU), que no

existían en los periodos previos.

Por otro lado, los ingresos en las LDP son igualmente relevantes. Como muestra el Gráfico N°2, los ingresos proyectados en las LDP crecieron con fuerza en los últimos años. Entre las LDP de 2022 y 2026, los ingresos² crecieron a una tasa real promedio anual (CAGR) de 5,2 %, muy por sobre el 3,7 % del periodo 2010–2021, y alcanzaron un 7,4 % anual entre las LDP de 2022 y 2025. Proyectar mayores ingresos también genera incentivos para aumentar el gasto, como también muestra este mismo periodo, en que el gasto de las LDP creció a una tasa real promedio anual de 5,1 % entre 2022 y 2026 y de 6,6 % entre 2022 y 2025, por sobre el 4,5 % del periodo 2010–2021. Sin embargo, si los ingresos no se materializan, mientras el gasto sí se ejecuta al estar aprobado por ley y ser mucho más cierto, los déficits fiscales se intensifican y se erosiona la credibilidad de la regla fiscal al incumplirse la meta de balance estructural.

Gráfico N°2: Ingresos Totales vs Gastos Totales en las LDP (billones de pesos de 2026)

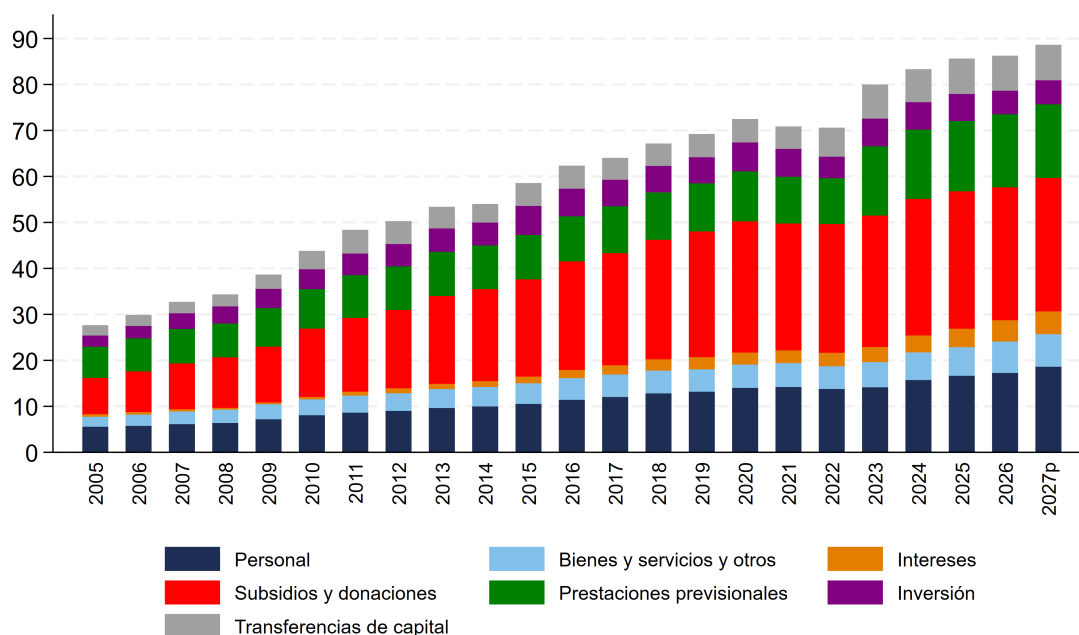


Fuente: LDP 2005-2026, Propuesta 2027. Elaboración CEF.

El Gráfico N°3 muestra que el mayor gasto de las LDP entre 2022 y 2026, de \$15,7 billones de 2026, se concentró en prestaciones previsionales, que incorporan la PGU desde 2022, y en gasto en personal, que en conjunto explican cerca de 60 % del aumento. Ambos son componentes rígidos a la baja.

²Corresponden a los ingresos excluyendo los recursos provenientes de la emisión de deuda y de otras operaciones con activos financieros. Si bien las leyes de presupuestos presentan contablemente una equivalencia entre ingresos y gastos, dentro de los primeros se incorpora una partida de financiamiento que corresponde mayoritariamente a la emisión de deuda. En consecuencia, la diferencia entre los ingresos excluyendo recursos provenientes de deuda u otras actividades financieras y el gasto proyectado determina el balance fiscal efectivo, cuyo resultado negativo corresponde al déficit efectivo proyectado en la LDP.

Gráfico N°3: Gasto Total en las LDP según componentes (billones de pesos de 2026)



Fuente: LDP 2005-2026, Propuesta 2027. Elaboración CEF.

Esta situación de ingresos fue advertida en reiteradas ocasiones. En agosto de 2025, el CFA alertó que los ingresos fiscales de ese año podrían ser entre 0,3 % y 1,0 % del PIB menores a los proyectados por DIPRES³, y en marzo de 2026 constató “errores reiterados y significativos en la proyección de ingresos efectivos”⁴, con ingresos efectivos de 2025 equivalentes a 2 % del PIB por debajo de lo estimado en el IFP que sirvió de base para la LDP 2025. Asimismo, DIPRES solicitó asistencia técnica al FMI para revisar su metodología de proyección de ingresos⁵, en el documento resultante y publicado en marzo de 2025, el FMI señala que “durante la crisis del COVID, las diferencias entre proyecciones y recaudación efectiva fueron significativas, y perduran” y que “las discrepancias se extendieron más allá del 2021, y de continuar podrían mermar la credibilidad del proceso presupuestario. Si bien la estimación de ingresos, como toda proyección, está sujeta a errores, es necesario minimizar los errores endógenos y transparentar y comunicar mejor las causas de las diferencias”. En ese sentido, el propio IFP1T26 reconoció que la proyección previa para 2026 contenía “supuestos exigentes de recaudación ligados a la Ley de Cumplimiento Tributario”⁶,

³Consejo Fiscal Autónomo (2025). Informe sobre Balance Estructural N°22. Informe de evaluación y monitoreo del cálculo del Balance Estructural y nivel prudente de deuda, estimaciones 2025-2029, 28 de agosto de 2025. Disponible en <https://cfachile.cl/publicaciones-del-cfa/informes-del-consejo/informes-de-evaluacion-periodica-de-la-situacion-fiscal/informes-trimestrales-sobre-balance-estructural-y-nivel-prudente-de-deuda/informe-sobre-balance-estructural-n-22-informe-de-evaluacion-y-monitoreo-del>.

⁴Consejo Fiscal Autónomo (2026). Informe sobre desviaciones de las metas de Balance Estructural, 4 de marzo de 2026. Disponible en <https://cfachile.cl/publicaciones-del-cfa/informes-del-consejo/informes-de-analisis-de-desviacion-de-metas-fiscales-484814/informe-sobre-desviaciones-de-las-metas-de-balance-estructural-04-03-2026->.

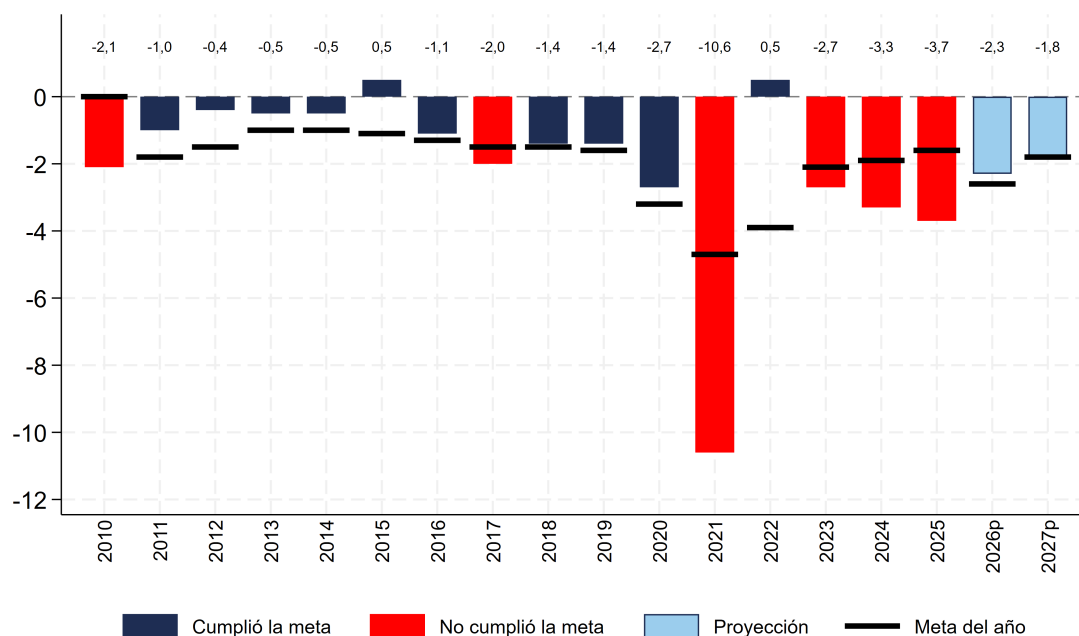
⁵Fondo Monetario Internacional (2025). Informe de asistencia técnica. Chile, Proyecciones de Ingresos Tributarios. Departamento de Finanzas Públicas, marzo de 2025. Disponible en <https://www.imf.org/-/media/files/publications/tar/2025/spanish/tarsa2025053-print-pdf.pdf>.

⁶Dirección de Presupuestos (2026). Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre de 2026, pág. 7. Disponible

que mostraron un menor rendimiento al esperado.

Así, como muestra el Gráfico N°4, en este mismo periodo en que ha perdurado una sobreestimación de ingresos efectivos, el balance estructural se ha deteriorado y se ha alejado de la meta fijada por la regla fiscal⁷. Entre 2023 y 2025 el déficit estructural pasó de 2,7 % a 3,7 % del PIB, incumpliendo la meta por tres años consecutivos, con un desvío que llegó a 2,1 puntos del PIB en 2025.

Gráfico N°4: Balance estructural y meta de balance estructural del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: CFA, en base a DIPRES, e IFP3T26 para las proyecciones de 2026 y 2027. Elaboración CEF. La meta de 2020 corresponde a la del Decreto N°253 de marzo de 2020.

A la luz de lo anterior, el proyecto de LDP 2027 incorpora un criterio más conservador para el crecimiento de los ingresos. Mientras que durante el período 2022–2026 estos registraron una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de 5,2 %, para 2027 se proyecta un incremento de 2,1 % respecto de lo contemplado en la LDP 2026.

Por una parte, la proyección se sustenta en un escenario macroeconómico de mayor dinamismo de la actividad, impulsado principalmente por el fortalecimiento de la demanda interna. En particular, se proyecta un crecimiento de 3,3 % tanto para el PIB total como para el no minero, mientras que el sector minero registraría una recuperación, con una expansión de 2,9 %. Esto último estaría respaldado por mayores precios del cobre y una actividad más dinámica, cuya trayectoria al alza se sustentaría en el crecimiento de la demanda mundial por el metal.

Por otra parte, la proyección de ingresos incorpora los efectos de la Ley de Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico y Social, que para 2027 implicaría una menor recaudación aso-

en https://www.dipres.gob.cl/598/articles-413367_Informe_PDF.pdf.

⁷Las metas fiscales se han modificado por decreto durante el mismo año, como en 2020 y 2025. En este último, incluso la meta revisada se incumplió, lo que refuerza la necesidad de hacer más vinculante la regla y fortalecer sus mecanismos de corrección.

ciada a la rebaja del impuesto de primera categoría y a la exención transitoria del IVA a la venta de viviendas nuevas. Sin embargo, también contempla una mayor recaudación proveniente de otras medidas incluidas en dicha ley.

En síntesis, al menos a priori, el proyecto de LDP 2027 refleja un esfuerzo por iniciar un proceso de consolidación fiscal. Así lo muestra tanto la comparación con el gasto que se espera ejecutar este año como con las LDP anteriores, y en particular con las posteriores a la pandemia, cuyos crecimientos promedio superan al propuesto para 2027. A ello se suma un criterio más conservador en la estimación de los ingresos, lo que siempre es preferible a una proyección que termine sobreestimándolos, ya que de no materializarse se seguiría erosionando una regla fiscal que se ha incumplido de manera reiterada y con desvíos cada vez mayores. En ese sentido, el esfuerzo por el lado del gasto y el criterio más conservador por el lado de los ingresos son necesarios.

En esa línea, el IFP3T26 revisa el déficit estructural de 2026 a 2,3 % del PIB, desde el 2,6 % proyectado en el IFP2T26, por lo que de concretarse se cumpliría la meta de este año por primera vez desde 2022. Para 2027, en tanto, se proyecta un déficit estructural de 1,8 % del PIB (Gráfico N°4). De cumplirse, sería el mejor resultado desde 2019, excluyendo 2022, año atípico tras el retiro de las medidas de emergencia de la pandemia. Sin embargo, como referencia, las metas de 2024 y 2025 fueron similares, con déficits estructurales de 1,9 % y 1,6 % del PIB, y los resultados terminaron en déficits de 3,3 % y 3,7 % del PIB, respectivamente. Por ello, es fundamental que esta vez la meta efectivamente se cumpla, para no seguir erosionando la credibilidad de la regla fiscal.

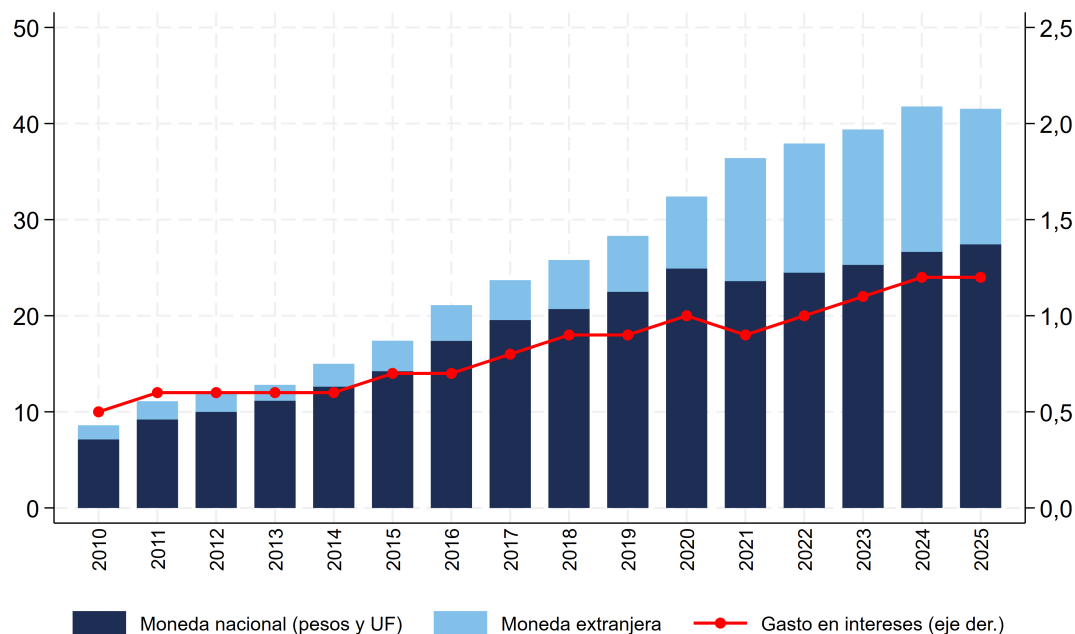
Ahora bien, se trata de un proyecto de ley que aún debe tramitarse en el Congreso. Lo importante es que en dicha tramitación prime el criterio técnico y el resguardo de las finanzas públicas por sobre consideraciones de corto plazo. Chile todavía está a tiempo de consolidar su posición fiscal, pero si no lo hace, el deterioro puede acelerarse con facilidad, y revertirlo después será considerablemente más difícil y costoso.

Contexto Macroeconómico: Deuda pública, ahorro fiscal y ciclo del cobre

Este costo no es abstracto y recae en mayor medida sobre quienes más lo necesitan. Un mayor riesgo fiscal se traduce en tasas soberanas más altas que se transmiten al resto de la economía, encareciendo el crédito hipotecario, de consumo y para las empresas; en un mayor gasto destinado al servicio de la deuda que desplaza programas y beneficios sociales; y en eventuales depreciaciones del peso que se traspasan a una mayor inflación, la que afecta con más fuerza a los hogares de menores ingresos. Para dimensionarlo, el gasto en intereses contemplado en el proyecto de LDP 2027 alcanza \$5,1 billones, casi el doble de los recursos destinados a la gratuidad en la educación superior (\$2,6 billones) y equivalente a cerca del 73 % de lo destinado a la PGU (\$7,0 billones), el programa de mayor tamaño del Estado. El Gráfico N°5 evidencia cómo la persistencia de déficits fiscales ha derivado en mayores necesidades de financiamiento, cubiertas principalmente mediante una mayor emisión de deuda. Como consecuencia, tanto la deuda pública como porcentaje del PIB como el pago de intereses asociados a ella han mantenido

una trayectoria al alza. A esto se suma una mayor proporción de deuda denominada en moneda extranjera, lo que incrementa la exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio y puede traducirse, ante una depreciación del peso y manteniendo todo lo demás constante, en un mayor pago de intereses medido en moneda nacional.

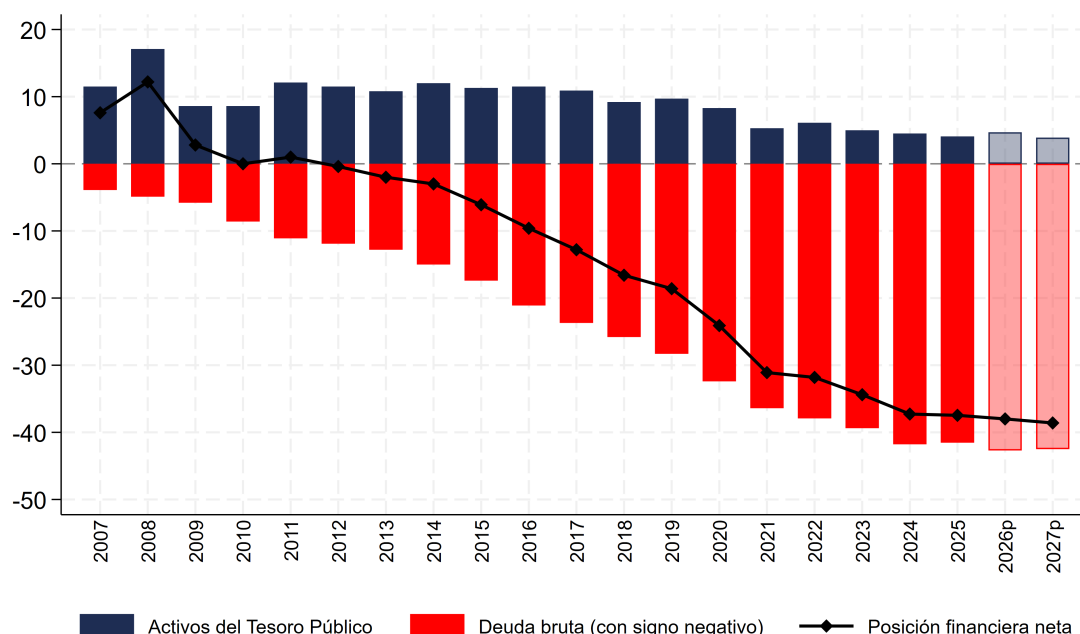
Gráfico N°5: Deuda bruta del Gobierno Central por moneda y gasto en intereses (% del PIB)



Fuente: DIPRES para la deuda bruta, Ministerio de Hacienda (Oficina de la Deuda Pública) para su composición por moneda y CFA, en base a DIPRES, para el gasto en intereses. Elaboración CEF.

Así, entre 2010 y 2025 la deuda bruta pasó de 8,6 % a 41,5 % del PIB, con una participación de la deuda en moneda extranjera que subió de 17 % a 34 % del total, mientras que el gasto en intereses aumentó de 0,5 % a 1,2 % del PIB (Gráfico N°5). A la par, los activos del Tesoro Público cayeron de 17,1 % del PIB en 2008 a 4,1 % en 2025, por lo que el Gobierno Central pasó de ser acreedor neto, con una posición financiera neta de 12,2 % del PIB, a ser deudor neto por 37,5 % del PIB, situación que según el IFP3T26 se profundizaría hasta 38,6 % del PIB en 2027 (Gráfico N°6).

Gráfico N°6: Activos del Tesoro Público, deuda bruta y posición financiera neta del Gobierno Central (% del PIB)



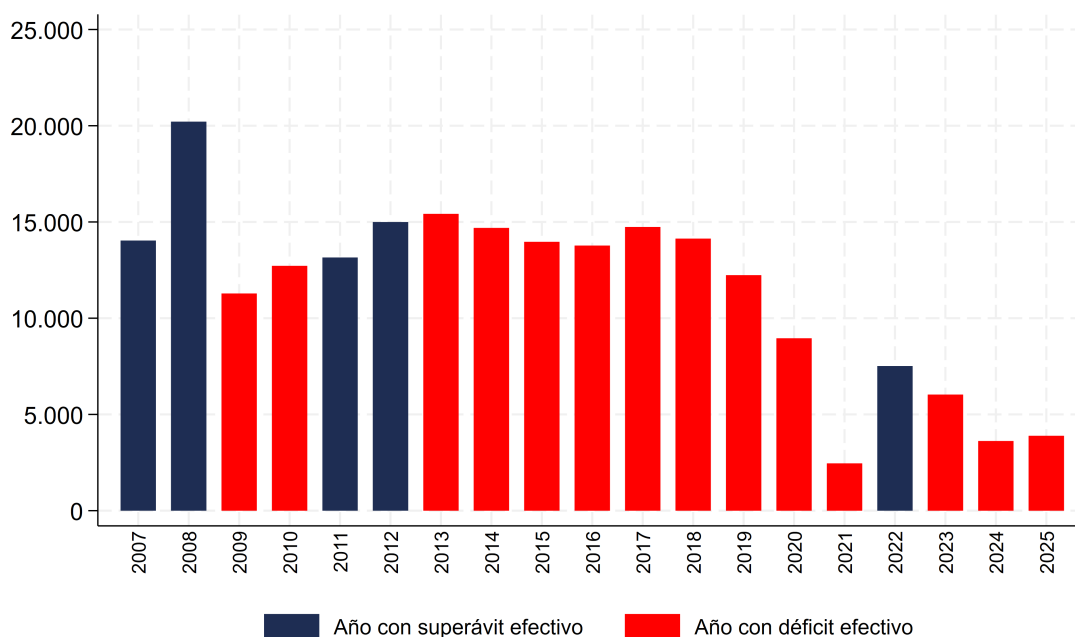
Fuente: DIPRES y CFA, en base a DIPRES, e IFP3T26 para las proyecciones de 2026 y 2027. Elaboración CEF.

En la práctica, la pérdida de ahorros a nivel del gobierno central ha implicado una reducción de espacio fiscal para actuar en tiempos de crisis. Durante la Crisis Subprime y la pandemia, el Estado pudo implementar medidas contracíclicas de gran magnitud gracias, en parte, a los ahorros acumulados en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES). Sin embargo, por ley los aportes a este fondo dependen de la existencia de superávits efectivos, lo que en la última década ocurrió únicamente en 2022. Así, tras los retiros realizados entre 2019 y 2021, por cerca de US\$12.900 millones, y los de 2023 y 2024, el FEES pasó de US\$14.739 millones en 2017 a US\$3.889 millones al cierre de 2025, equivalentes a apenas 1,0 % del PIB⁸. Esto es especialmente relevante considerando que, tanto en la crisis financiera internacional como en la pandemia, los retiros del FEES fueron del orden de US\$10.000 millones (US\$9.278 millones en 2009 y US\$10.292 millones entre 2020 y 2021)⁹. Es decir, frente a una crisis de magnitud similar, el saldo actual del FEES alcanzaría para cubrir menos de la mitad de esos montos, por lo que la respuesta debería financiarse en gran medida con mayor endeudamiento.

⁸Dirección de Presupuestos (2026). Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre de 2026, Cuadro A.II.5 "Fondos Especiales 2015–2025" y Cuadro I.9.1. Disponible en https://www.dipres.gob.cl/598/articles-413367_Informe_PDF.pdf.

⁹Para 2009, Ministerio de Hacienda (2013). Fondo de Estabilización Económica y Social, Informe Ejecutivo Mensual a febrero de 2013, que incluye la variación anual del valor de mercado del fondo desde 2007. Disponible en https://www.dipres.gob.cl/598/articles-98152_doc_pdf.pdf. Para 2020 y 2021, IFP1T26, Cuadro A.II.5.

Gráfico N°7: Valor de mercado del FEES al cierre de cada año (millones de US\$)

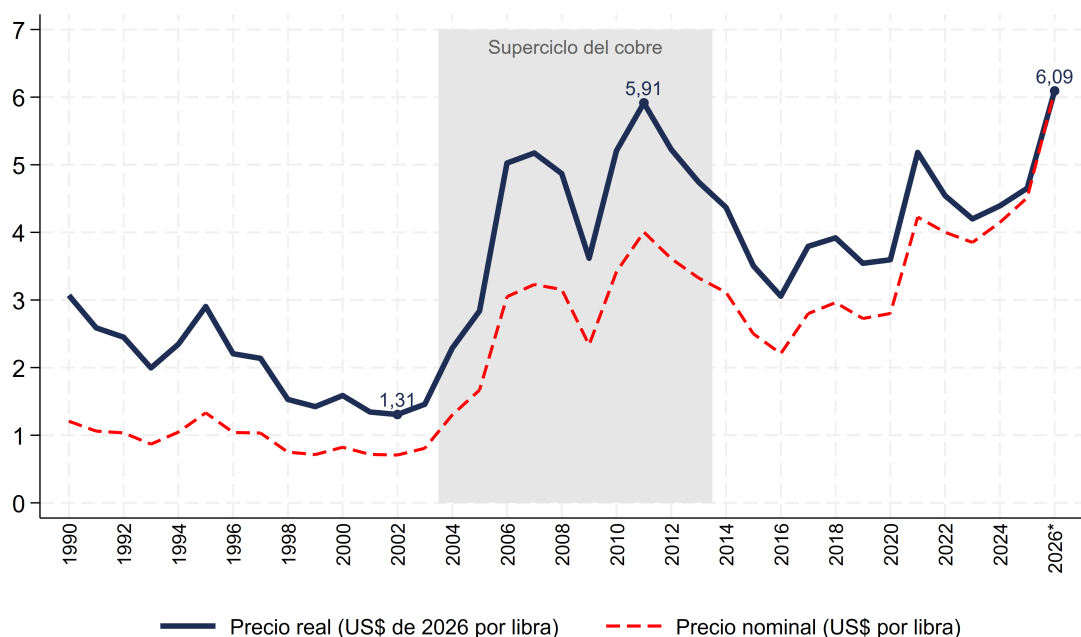


Nota: El color de cada barra indica si el Gobierno Central registró superávit o déficit efectivo en ese año.

Fuente: Ministerio de Hacienda y CFA, en base a DIPRES. Elaboración CEF.

Estos ahorros tienen su origen en la década de 2000, cuando la aplicación de la regla de balance estructural, vigente desde 2001, coincidió con el superciclo del cobre. Como muestra el Gráfico N°8, el precio real del cobre pasó de US\$1,31 por libra en 2002 a un promedio de US\$4,49 entre 2004 y 2013, en dólares de 2026. Dado que la regla fija el gasto en función de los ingresos estructurales, y no de aquellos transitorios asociados a precios del cobre excepcionalmente altos, los mayores ingresos se tradujeron en superávits efectivos, que promediaron 5,1 % del PIB entre 2004 y 2008 y alcanzaron 7,8 % en 2007. Para definir el destino de esos recursos, la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006 (Ley N°20.128) creó el Fondo de Reserva de Pensiones y el FEES, este último a partir del antiguo Fondo de Compensación del Cobre. Así, el FEES se constituyó en marzo de 2007 y llegó a US\$20.211 millones al cierre de 2008 (Gráfico N°7), mientras que la deuda bruta bajó a 3,9 % del PIB en 2007, su nivel más bajo desde al menos 1991.

Gráfico N°8: Precio del cobre (USD 2026 por libra, promedio anual)



*Nota: El precio real está expresado en dólares de 2026. 2026 corresponde al promedio entre enero y septiembre.
Fuente: Banco Mundial e IPC de Estados Unidos del Bureau of Labor Statistics. Elaboración CEF.*

Hoy el precio del cobre vuelve a niveles históricos. Entre enero y septiembre de 2026 promedió US\$6,09 por libra, un máximo en términos nominales y, en términos reales, por sobre el peak de 2011 (US\$5,91 en dólares de 2026), lo que lo convierte en el promedio anual más alto desde 1974. Esto también se refleja en los parámetros de la regla fiscal ya que el precio de referencia del cobre para 2027 se fijó en US\$5,37 por libra. Se trata de una situación ventajosa, pero aprovecharla requiere que se materialicen las inversiones necesarias para expandir la capacidad productiva, especialmente en el sector privado. Estas inversiones, junto con sus externalidades positivas sobre el resto de la economía, se traducirían en un mayor crecimiento y, por esa vía, en mayores ingresos fiscales, tal como ocurrió en la década de 2000. Si, además, los ingresos transitorios asociados a un precio del cobre por sobre su nivel de referencia se ahorran conforme a la regla, en lugar de financiar gasto permanente, el ciclo actual podría ser una oportunidad para reconstruir el FEES y recuperar el espacio fiscal perdido.

Con todo, el proyecto de LDP 2027 ofrece una oportunidad para avanzar en la consolidación fiscal, cuyo resultado dependerá de la materialización de los ingresos previstos y de la disciplina con que se ejecute el gasto. Sostener ese esfuerzo en el tiempo será fundamental para recuperar la credibilidad de la regla fiscal y reconstruir el espacio de respuesta ante futuras crisis. De ello depende también la capacidad del Estado para financiar de manera sostenible las políticas sociales y la inversión pública.

MERCADO DE CAPITALES

Los fondos de pensiones en 2026, más allá de la pérdida en derivados



Resumen ejecutivo

Contexto. En octubre, la prensa informó pérdidas de más de US\$11.000 millones en los swaps de tasas de interés de los fondos de pensiones durante 2026. Este informe dimensiona esa cifra, explica por qué cayó el valor de estos contratos y analiza su efecto sobre la rentabilidad de cada fondo, las pensiones y el riesgo de los fondos más conservadores, junto con el marco regulatorio en que operan las AFP.

Swaps y rentabilidad en 2026

- El valor de los swaps de tasas cayó US\$11.574 millones entre diciembre de 2025 y septiembre de 2026.
- La caída responde al alza de 132 pb de la tasa a 10 años del Tesoro de EE.UU., explicada principalmente por la tasa real.
- Los swaps restaron 4,88 pp a la rentabilidad real del sistema, pero el resto de la cartera sumó 4,98 pp.
- Los fondos A y B rentaron 8,61 % y 5,26 % real, mientras que el D y el E perdieron 6,38 % y 10,39 %.
- No es la primera pérdida, pero sí la mayor, ya que el valor negativo de los swaps llegó a 4,5 % de los fondos.

Pensiones, riesgo y regulación

- El 81 % de los cotizantes del Fondo D tiene más de 50 años y menos tiempo para recuperar la pérdida.
- El alza de tasas se ha traspasado solo en parte a las tasas que determinan las pensiones.
- Desde 2020, la volatilidad del Fondo D se multiplicó por 2,6 y la del E por 3,9 respecto de 2010–2019.
- La regla de rentabilidad mínima premia la convergencia con el promedio e incentiva el comportamiento de manada.
- La regulación no fija una medida de riesgo para la cartera en su conjunto, tampoco en los fondos generacionales.

Conclusión. La pérdida en swaps de 2026 fue significativa y se concentró en los fondos D y E, aunque el mismo instrumento aportó a la rentabilidad en 2025 y lo inédito de este año es la magnitud de la caída. Las pérdidas no pueden atribuirse solo a las administradoras, ya que un marco regulatorio que premia la convergencia con el promedio y no mide el riesgo de las carteras puede haber favorecido posiciones similares en todas las AFP, incluso en el fondo más conservador. Una evaluación completa debiera revisar si las reglas de inversión, incluidas las de los fondos generacionales, protegen a quienes están próximos a pensionarse.

Los fondos de pensiones en 2026, más allá de la pérdida en derivados

La cifra destacada

El 13 de octubre, Bloomberg informó que los derivados de tasas de interés que los fondos de pensiones mantienen con contrapartes extranjeras pasaron de una ganancia de US\$1.400 millones un año antes a una pérdida de US\$7.700 millones en septiembre¹. La prensa chilena recogió la noticia y al día siguiente Diario Financiero señaló que las pérdidas en swaps de tasas eran de más de US\$11.000 millones en 2026². Ambas cifras coinciden con la cartera de inversiones agregada que publica la Superintendencia de Pensiones (SP). Con contrapartes extranjeras, el valor de mercado de los swaps de tasas pasó de US\$1.348 millones en septiembre de 2025 a -US\$7.735 millones en septiembre de 2026. Considerando todos los swaps de tasas, entre fines de diciembre de 2025 y fines de septiembre de 2026 su valor cayó de US\$1.003 millones a -US\$10.571 millones, es decir, US\$11.574 millones como muestra la siguiente tabla:

Tabla N°1: Valor de Mercado de los Swaps de Tasas de Interés de los Fondos de Pensiones por Contraparte y Tipo de Contrato (millones de US\$)

Contraparte y tipo de contrato	Diciembre 2025	Septiembre 2026	Variación	Variación en contratos en US\$
Nacional, sin garantías	347	-969	-1.316	-964
Nacional, con garantías bilaterales	67	-1.867	-1.934	-1.912
Extranjera, con garantías bilaterales	588	-7.735	-8.324	-7.811
Total	1.003	-10.571	-11.574	-10.686

Nota: Suma de los cinco fondos, valor de mercado neto a fin de mes. La variación aproxima el resultado de los contratos, ya que no considera los intereses liquidados ni el cierre de contratos. No incluye swaps de monedas.

Fuente: SP. Elaboración CEF.

La Superintendencia de Pensiones (SP) publica estos contratos en dos cuadros según la contraparte, bancos nacionales o extranjeros, y en cada uno distingue si emplean garantías bilaterales. La cifra anterior suma todos los swaps de tasas de ambos cuadros. Con bancos nacionales, el valor de los contratos sin garantías cayó en US\$1.316 millones y el de los contratos con garantías bilaterales en US\$1.934 millones. Con bancos extranjeros todos los contratos emplean garantías bilaterales, y su valor cayó en US\$8.324 millones. Que la contraparte sea nacional no implica que el contrato sea sobre tasas chilenas. A septiembre, el 93 % del valor de los swaps con bancos nacionales correspondía a contratos en dólares, y en el total, los contratos en dólares explican el 92 % de la caída (US\$10.686 millones). Se trata, por lo tanto, principalmente de posiciones sobre

¹Bloomberg Línea, "Fondos de pensiones de Chile afrontan pérdidas de US\$7.700 millones por apuestas a tasas de EE.UU.", 13 de octubre de 2026. Ver <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/chile/fondos-de-pensiones-de-chile-afrontan-perdidas-de-us7700-millones-por-apuestas-a-tasas-de-eeuu/>.

²Diario Financiero, "Swaps de tasas de las AFP les cuestan más de US\$ 11.000 millones a los afiliados y explican el 80 % de la caída del fondo E", 14 de octubre de 2026. Ver <https://www.df.cl/senal-df/swaps-de-tasas-de-las-afp-les-cuestan-mas-de-us-11-000-millones-a-los>.

las tasas de EE.UU.

Sin embargo, la caída de US\$11.574 millones corresponde a un solo componente de los fondos y no al resultado total de los ahorros previsionales en el período. La medida oficial de ese resultado es la rentabilidad real que publica la SP en su informe mensual, que entre enero y septiembre de 2026 fue de 8,61 % en el Fondo A, 5,26 % en el B, -1,50 % en el C, -6,38 % en el D y -10,39 % en el E; resultando en una rentabilidad promedio ponderada del sistema de 0,11 %. Como muestra la siguiente tabla, los swaps restaron 4,88 puntos porcentuales (pp) a esa rentabilidad y el resto de la cartera sumó 4,98 pp, compensando casi por completo la pérdida en swaps.

Tabla N°2: Aporte de los Swaps y del Resto de la Cartera a la Rentabilidad Real del Sistema, ene-sep 2026

Componente	Aporte a la rentabilidad real (pp)	Resultado real (billones de \$ de septiembre de 2026)
Swaps de tasas	-4,88	-11,07
Resto de la cartera	4,98	11,26
Total del sistema	0,11	0,19

Nota: El aporte de los swaps es la variación mensual de su valor de mercado sobre el valor de los fondos, en términos reales, y el resto de la cartera es la diferencia con el total. Las cifras pueden no sumar por redondeo.

Fuente: SP, SII y BCCh. Elaboración CEF.

Esta rentabilidad es distinta de la variación del valor de los fondos, que además depende de las cotizaciones que ingresan y de las pensiones que se pagan. La Tabla N°1 de los informes mensuales de la SP muestra que los fondos aumentaron 3,16 billones de pesos en términos reales entre enero y septiembre. Ese aumento real se descompone en \$0,19 billones de rentabilidad de las inversiones, y \$2,97 billones que, por diferencia, corresponden a las cotizaciones de los afiliados, netas de las pensiones pagadas y otros retiros. Es decir, el valor de los fondos creció casi solo por los aportes y no por las inversiones³.

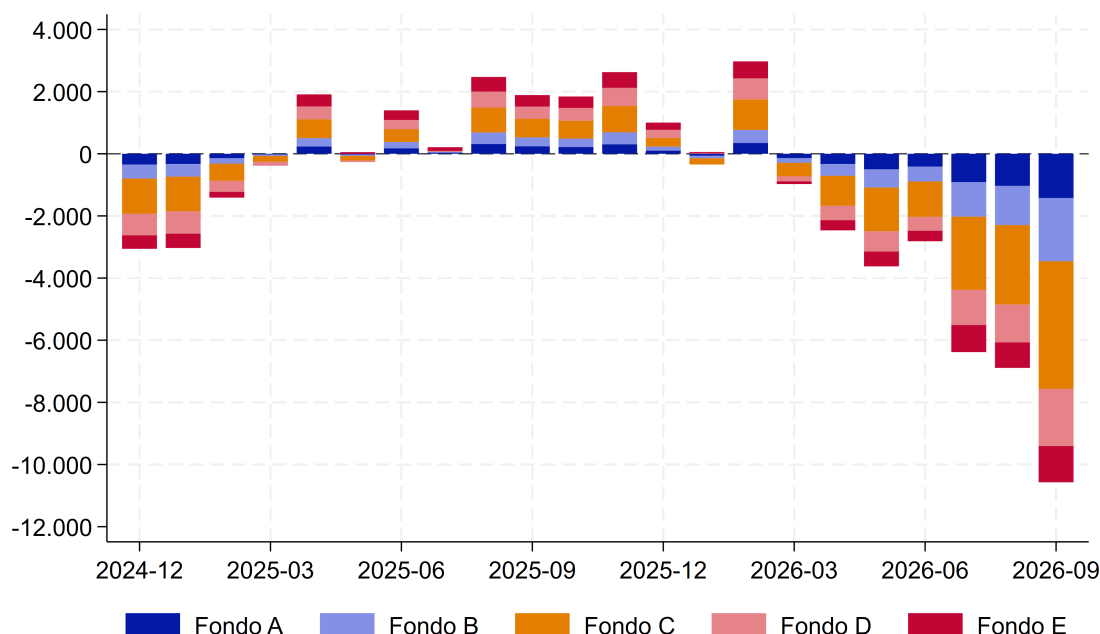
¿Qué son estos swaps y por qué cayeron?

Un swap de tasas de interés es un contrato en que dos partes intercambian pagos de intereses calculados sobre un monto de referencia, sin intercambiar ese monto. En las posiciones de los fondos, la AFP recibe una tasa fija y paga una tasa variable. Por ejemplo, si el contrato fija una tasa de 3 % y la tasa variable de corto plazo está en 2 %, el fondo recibe 3 % y paga 2 %, y gana la diferencia. Mientras la tasa variable se mantenga bajo el 3 % pactado el fondo gana, y si la supera, pierde. Al recibir tasa fija y pagar variable, entonces, el fondo apuesta a que las tasas se mantendrán por debajo de la tasa pactada.

³Los estados financieros de los fondos de pensiones que publica la SP, disponibles hasta junio de 2026, confirman este resultado. Entre enero y junio, las cotizaciones, depósitos y aportes, netos de las pensiones pagadas, comisiones, primas del seguro de invalidez y sobrevivencia y otros retiros, sumaron \$1,77 billones nominales, similar a los \$2,00 billones que entrega para ese semestre el cálculo por diferencia usado en el texto. Ver <https://www.spensiones.cl/apps/centroEstadisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinfp&menuN2=NOID>.

Como muestra el Gráfico N°1, durante 2025 y comienzos de 2026 la apuesta funcionó. El valor de los swaps aumentó en US\$4.061 millones en 2025 y en febrero de 2026 llegó a US\$2.972 millones. Desde marzo, con el alza de las tasas largas de EE.UU., el valor se volvió negativo y cayó hasta -US\$10.571 millones en septiembre, con las mayores caídas en marzo, julio y septiembre.

Gráfico N°1: Valor de Mercado de los Swaps de Tasas de Interés por Tipo de Fondo (millones de US\$, fin de cada mes)



Nota: Suma de los swaps de tasas de interés con contrapartes nacionales (sin garantías y con garantías bilaterales) y con contrapartes extranjeras (con garantías bilaterales).

Fuente: SP. Elaboración CEF.

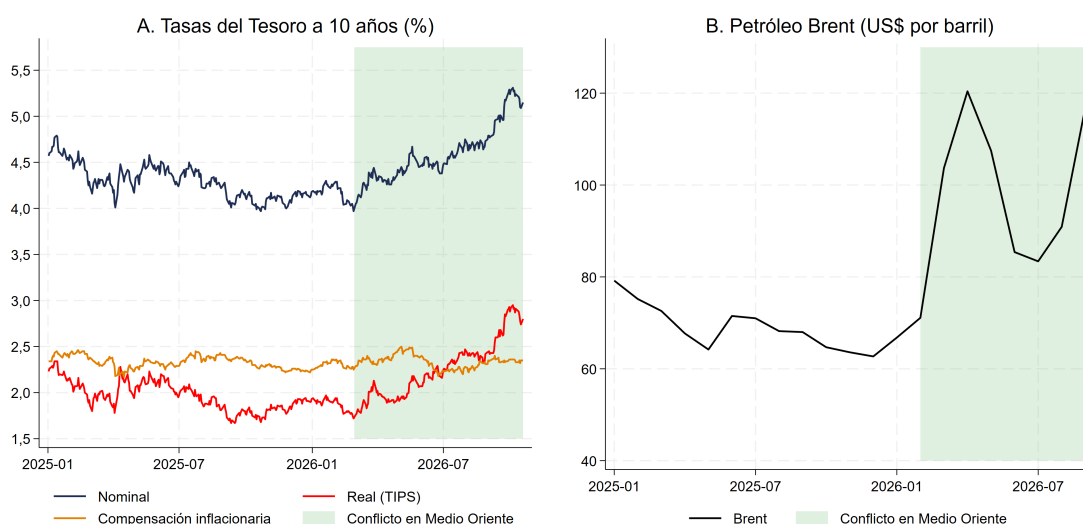
¿Por qué cae el valor de los swaps cuando suben las tasas? El valor de mercado del contrato refleja la apuesta para todo el plazo que le queda. Si las tasas de mercado suben a 4 %, un contrato nuevo pagaría 4 % fijo, por lo que recibir 3 % durante los años que restan vale menos y el valor del contrato se vuelve negativo, aunque todavía no se hayan pagado intereses. Si las tasas bajan, recibir 3 % vale más y el contrato gana valor. El efecto es mayor mientras más largo sea el plazo, igual que en el precio de un bono de largo plazo. Por eso, recibir tasa fija equivale a comprar un bono largo financiado con deuda de corto plazo, sin desembolsar el capital. Según La Tercera, las AFP usaron estos contratos para alargar la duración de sus carteras, en especial la del Fondo E, después de los retiros de fondos de la pandemia⁴.

La caída responde al alza de las tasas largas de EE.UU. El conflicto en Medio Oriente que involucra a Irán, iniciado el 28 de febrero, gatilló fuerzas opuestas sobre los bonos del Tesoro. Por un lado, la búsqueda de refugio (flight to quality) aumenta la demanda por bonos de EE.UU. y empuja sus tasas a la baja. Por otro, el alza del petróleo presiona la inflación y, con ella, las tasas. El Brent pasó de US\$71 por barril en febrero a US\$120 en abril y, tras moderar sus alzas a mediados

⁴La Tercera, reportaje sobre la caída del Fondo E publicado el 18 de octubre de 2026. Ver <https://www.latercera.com/pulso/noticia/fondo-e-de-las-afp-historia-de-una-caida/>.

de año, volvió a US\$117 en septiembre. A esto se suman peores datos fiscales, que también empujan las tasas al alza, porque los inversionistas exigen un mayor premio por mantener bonos de largo plazo. Durante 2026, los movimientos de tasas coinciden con que hayan predominado estas dos últimas fuerzas, y la tasa nominal a 10 años del Tesoro subió desde 3,97 % el 27 de febrero hasta 5,29 % el 30 de septiembre, un alza de 132 pb, como muestra el siguiente gráfico⁵:

Gráfico N°2: Tasa a 10 Años del Tesoro de EE.UU. y Petróleo Brent (%, US\$ por barril)



Nota: Compensación inflacionaria = tasa nominal - tasa real (TIPS). Tasas diarias hasta el 19 de octubre de 2026 y Brent mensual hasta septiembre.

Fuente: U.S. Department of the Treasury y Banco Mundial. Elaboración CEF.

Al descomponer la tasa nominal entre la tasa real de los bonos indexados a inflación (TIPS) y la compensación inflacionaria, se observa que el efecto del petróleo sobre la inflación esperada fue más bien transitorio. La compensación inflacionaria subió hasta cerca de 2,5 % a fines de abril, en el peak del Brent, pero a fines de septiembre se ubicaba en 2,36 %, solo 11 pb sobre su nivel previo al conflicto. El grueso del alza se explica por la tasa real, que subió 121 pb en el mismo período. La descomposición de la Fed de Nueva York, que separa la tasa a 10 años entre las tasas de corto plazo esperadas y un premio por plazo, muestra dos etapas⁶. Entre fines de febrero y fines de junio, la tasa del modelo subió 45 pb, con un alza de 53 pb en las tasas de corto plazo esperadas y una baja de 9 pb en el premio por plazo. Entre julio y septiembre, en cambio, el premio por plazo subió 38 pb y explicó cerca de la mitad del alza de 78 pb. Ese aumento coincidió con el deterioro de las cuentas fiscales. El déficit del gobierno federal en el año fiscal 2026, terminado en septiembre, llegó a US\$1,99 billones, 12 % más que el año anterior, y la diferencia se concentró entre julio y septiembre, con un déficit de US\$626 mil millones frente a US\$438 mil millones en el mismo trimestre de 2025⁷. Ese es el movimiento de tasas que hizo

⁵También se ha mencionado como posible causa de alza de tasas, mayor emisión de bonos producto de boom de la IA.

⁶Federal Reserve Bank of New York, Treasury Term Premia, modelo de Adrian, Crump y Moench (ACM), datos diarios de la tasa cupón cero a 10 años. Esta tasa difiere de la tasa a 10 años del Tesoro del Gráfico N°2, que subió 47 pb entre fines de febrero y fines de junio y 85 pb entre fines de junio y fines de septiembre. Ver https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs.

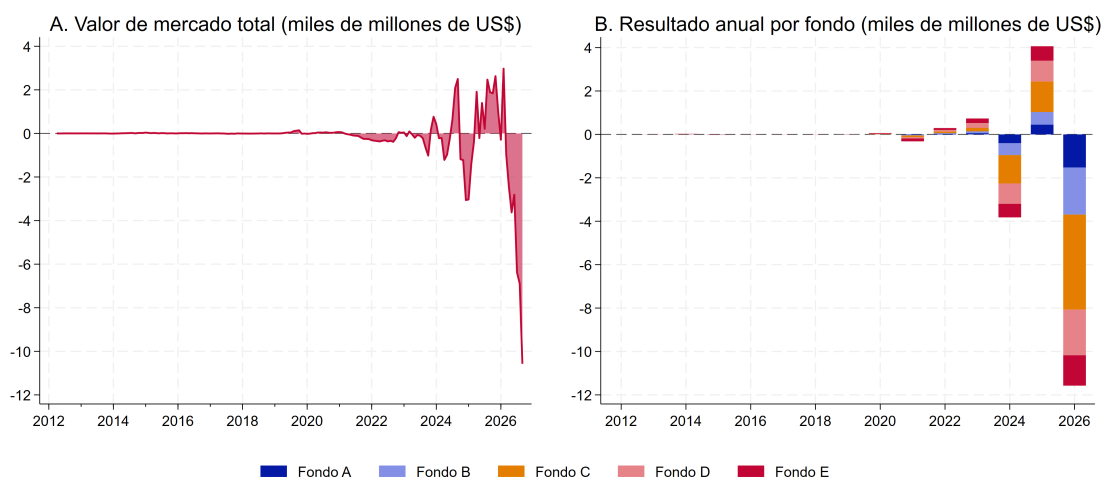
⁷U.S. Department of the Treasury, Monthly Treasury Statement, tabla 1, septiembre de 2026. El año fiscal 2026

perder valor a los swaps.

¿Es la primera vez? La historia de los swaps en los fondos

La cartera agregada de la SP permite seguir los swaps de tasas de cada fondo desde abril de 2012. Como muestra el Gráfico N°3, hasta 2020 el valor de mercado de estos instrumentos era muy reducido. Este nunca superó los US\$150 millones, menos de 0,1 % de los fondos, y su resultado anual osciló entre -US\$22 y +US\$64 millones. Incluso en 2022, cuando la tasa a 10 años del Tesoro subió 236 pb, el resultado fue acotado (+US\$292 millones) debido a que las posiciones probablemente aún eran pequeñas. La estrategia parece haber tomado tamaño desde 2023, como muestra el Gráfico N°3⁸.

Gráfico N°3: Valor de Mercado y Resultado Anual de los Swaps de Tasas de Interés de los Fondos de Pensiones, 2012-2026 (miles de millones de US\$)



Nota: El panel A muestra el valor de mercado neto a fin de cada mes y el panel B el cambio anual en el valor de mercado por tipo de fondo. 2012 desde abril y 2026 hasta septiembre.

Fuente: SP. Elaboración CEF.

Desde entonces, el resultado de los swaps ha seguido la dirección de las tasas de EE.UU., con años en que la apuesta sí funcionó. Como evidencia el gráfico anterior, en 2023 aportaron US\$733 millones, concentrados en noviembre (US\$1.186 millones), cuando las tasas largas de EE.UU. bajaron significativamente. Asimismo, en 2025, con una caída de 40 pb en la tasa a 10 años, ganaron US\$4.061 millones y sumaron 2,96 pp a la rentabilidad real del Fondo E, que fue de 8,06 %, la más alta desde 2019 (9,01 %). Sin los swaps, el Fondo E habría rentado 5,10 % real ese año⁹. Pero 2026 tampoco es la primera pérdida importante. El Gráfico N°3 también ilustra

va de octubre de 2025 a septiembre de 2026. Ver <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/monthly-treasury-statement/>.

⁸El valor de mercado no equivale al tamaño de la posición. Un swap puede tener un valor cercano a cero al contratarse y, aun así, generar una exposición importante a movimientos de tasas. El aumento de los valores de mercado observado desde 2023 es consistente con la expansión de esta estrategia descrita por La Tercera.

⁹Rentabilidad real del Fondo E en 2025 (8,06 %) menos el aporte de los swaps (2,96 pp). Cada mes, el aporte de los swaps es la variación de su valor de mercado en pesos dividida por el valor del fondo a fines del mes anterior, deflactada por la UF, y luego se acumula en el año. Supone que el resto de la cartera habría rendido lo mismo.

cómo en 2024, con un alza de 70 pb en la tasa a 10 años, los swaps perdieron US\$3.823 millones, casi todo en octubre (US\$3.687 millones), y restaron 2,75 pp a la rentabilidad real del Fondo E. En términos netos, desde 2023 acumulan una pérdida de US\$10.602 millones, ya que la caída de 2026 borró las ganancias de 2023 y 2025. Lo inédito de este año es el tamaño. En septiembre, el valor negativo de los swaps llegó a 4,5 % de los fondos, casi tres veces el máximo previo (1,6 % en 2024).

El resultado de cada fondo

La Tabla N°3 separa la rentabilidad real de cada fondo entre enero y septiembre en el aporte de los swaps de tasas y el del resto de la cartera. La rentabilidad total es la que publica la SP, el aporte de los swaps se calcula con la variación mensual de su valor de mercado y el resto de la cartera es la diferencia entre ambos¹⁰. En todos los fondos los swaps restaron entre 3,60 pp (Fondo A) y 5,75 pp (Fondo E), pero el resultado final difiere entre estos. En los fondos A y B, el resto de la cartera aportó 12,21 y 9,22 pp, más que compensando la pérdida en swaps, y terminaron con rentabilidades reales de 8,61 % y 5,26 %, equivalentes a ganancias de \$3,41 y \$2,66 billones de pesos de septiembre. El Fondo C, el que más perdió en swaps (US\$4.378 millones, 38 % del total), terminó en -1,50 %, pero sin los swaps, si el resto de la cartera hubiera rendido lo mismo, habría rentado 4,19 % real.

En los fondos más conservadores el resultado fue distinto. En el Fondo D, el resto de la cartera restó 0,99 pp, por lo que sin los swaps la pérdida habría sido acotada, pero los swaps la llevaron a -6,38 %. En el Fondo E, los swaps restaron 5,75 pp y el resto de la cartera otros 4,64 pp, con lo que los swaps explican cerca del 55 % de su pérdida real. La cifra de 80 % que se citó en la prensa corresponde a la caída nominal del fondo, que incluye la inflación.

¹⁰La rentabilidad real de cada fondo es la que publica la SP. Cada mes, el aporte de los swaps es la variación de su valor de mercado en la cartera agregada de la SP, convertida a pesos con el tipo de cambio de la cartera, dividida por el valor del fondo a fines del mes anterior y deflactada por la UF. Los aportes mensuales se encadenan, multiplicando cada uno por el crecimiento del fondo en los meses previos, y el aporte del resto de la cartera es la diferencia con la rentabilidad de la SP, de modo que ambos suman exactamente la cifra oficial. Los montos en pesos son cálculos CEF y no aparecen en el informe de la SP.

Tabla N°3: Rentabilidad Real y Aporte de los Swaps por Tipo de Fondo, enero-septiembre de 2026

Fondo	Rentabilidad real (%)	Aporte swaps (pp)	Aporte resto (pp)	Resultado real (billones \$)	Variación swaps (MMUS\$)	Aporte swaps 2025 (pp)
Fondo A	8,61	-3,60	12,21	3,41	-1.526	1,37
Fondo B	5,26	-3,96	9,22	2,66	-2.167	1,43
Fondo C	-1,50	-5,69	4,19	-1,09	-4.378	2,14
Fondo D	-6,38	-5,39	-0,99	-2,38	-2.103	2,87
Fondo E	-10,39	-5,75	-4,64	-2,41	-1.399	2,96
Total	0,11	-4,88	4,98	0,19	-11.574	2,08

Nota: Rentabilidad según el informe mensual de la SP. La fila Total, los aportes y los resultados en pesos son cálculos CEF. La última columna corresponde a todo 2025. Las cifras pueden no sumar por redondeo.

Fuente: SP, SII y BCCh. Elaboración CEF.

La diferencia entre fondos se explica por lo que compone cada uno. A septiembre de 2026, según la cartera agregada de la SP¹¹, el Fondo A tenía 81,2 % de su cartera en renta variable y el B 60,9 %, mayoritariamente en el extranjero, mientras que el Fondo E tenía 93,4 % en renta fija, mayoritariamente nacional, y el D 79,0 %. La Tabla N°4 muestra los aportes a la rentabilidad real por tipo de instrumento que publica la SP, acumulados entre enero y septiembre. En los fondos A y B el aporte positivo vino de la renta variable extranjera (8,81 y 5,86 pp), favorecida por la depreciación del peso, que pasó de \$911 a \$970 por dólar. En los fondos D y E restaron principalmente la deuda extranjera (-3,25 y -5,60 pp) y la renta fija nacional (-2,64 y -3,23 pp), ya que el mismo movimiento de tasas que hizo caer los swaps redujo también el precio de sus bonos. La SP no informa por separado el aporte de los derivados, que queda incluido en estas categorías, por lo que la tabla no permite aislar el efecto de los swaps, pero sí confirma que las cifras de este informe son consistentes con la rentabilidad oficial.

¹¹Superintendencia de Pensiones, Cartera de inversiones agregada, cuadro 1, septiembre de 2026. Porcentajes sobre el total de activos de cada fondo. Ver <https://www.spensiones.cl/apps/centroEstadisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinfp&menuN2=NOID>.

Tabla N°4: Aporte a la Rentabilidad Real por Tipo de Instrumento entre Enero y Septiembre de 2026 (puntos porcentuales)

Fondo	Acciones nacionales	Otros nacionales	Renta fija nacional	Renta variable extranjera	Deuda extranjera	Rentabilidad publicada por la SP (%)
Fondo A	-0,18	0,04	-0,06	8,81	0,01	8,61
Fondo B	0,05	0,02	-0,53	5,86	-0,15	5,26
Fondo C	0,13	0,02	-1,47	1,85	-2,02	-1,50
Fondo D	0,06	0,01	-2,64	-0,55	-3,25	-6,38
Fondo E	-0,05	0,00	-3,23	-1,51	-5,60	-10,39

Nota: Aportes mensuales encadenados, que suman la rentabilidad publicada salvo diferencias de redondeo. Otros nacionales incluye cuotas de fondos e intermediación financiera.

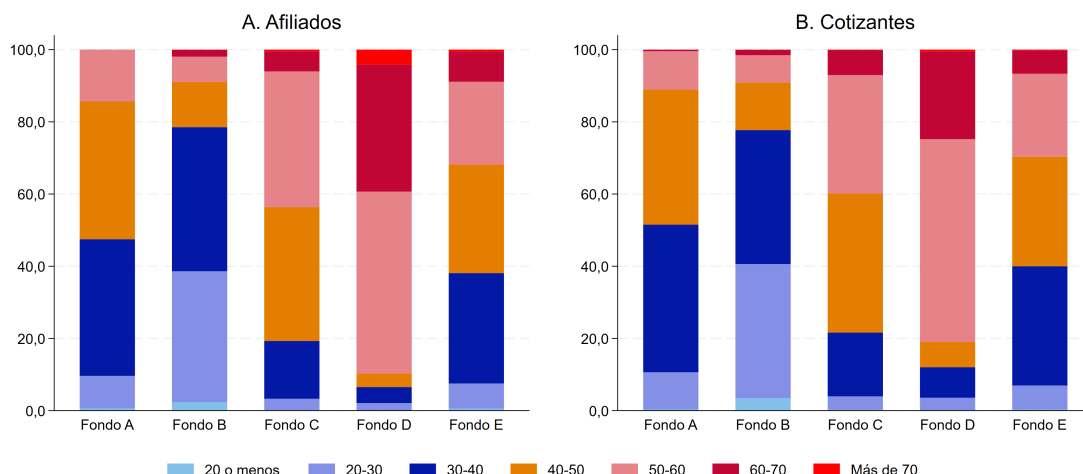
Fuente: SP. Elaboración CEF.

¿Quiénes están en cada fondo?

Para entender quiénes asumieron estas pérdidas conviene mirar la composición por edad de cada fondo. El Gráfico N°4 muestra que los fondos A y B concentran a los afiliados más jóvenes, y el 78 % de los cotizantes del Fondo B y el 51 % de los del Fondo A tienen hasta 40 años¹². Estos dos fondos absorbieron cerca de un tercio de la pérdida en swaps (32 %), pero tienen horizontes de inversión largos y terminaron el período con rentabilidades reales positivas. En el otro extremo, el 81 % de los cotizantes del Fondo D tiene más de 50 años, ya que es el fondo por defecto para los hombres desde los 56 años y las mujeres desde los 51. El Fondo E, que se elige voluntariamente, tiene una composición más repartida, con 40 % de sus cotizantes de hasta 40 años y 30 % de más de 50.

¹²Según el artículo 23 del DL N°3.500 (1980), quienes no eligen fondo son asignados según su edad, al Fondo B hasta los 35 años, al C los hombres de 36 a 55 años y las mujeres de 36 a 50, y al D desde los 56 años los hombres y desde los 51 las mujeres. La mayoría no cambia esa asignación, y a junio de 2026 el 78 % de los cotizantes de hasta 35 años estaba en el Fondo B. Ver <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=7147>.

Gráfico N°4: Composición por Edad de los Afiliados y Cotizantes de cada Fondo, junio de 2026
(% de cada fondo)



Fuente: SP. Elaboración CEF.

La distinción entre afiliados y cotizantes también es relevante. Los afiliados incluyen también a personas que cotizaron alguna vez y dejaron de hacerlo, mientras que los cotizantes son quienes efectivamente aportan cada mes. Entre los cotizantes de 60 a 70 años, el 36,8 % está en el Fondo D y el 10,7 % en el E, frente a 59,6 % y 6,9 % entre los afiliados de esa edad. En total, a junio de 2026 había 413 mil cotizantes en el Fondo D y 445 mil en el Fondo E, los dos fondos con mayores pérdidas en el año.

Más allá de la edad, los cotizantes de ambos fondos tienen perfiles distintos, como muestra la Tabla N°5. Considerando a todos sus cotizantes, el ingreso imponible mediano del Fondo E (\$1,33 millones) es mayor que el del total de cotizantes del sistema (\$1,02 millones) y el del D es menor (\$0,84 millones). Los saldos medianos de ambos fondos (\$20,0 y \$20,2 millones) son mayores que el del total (\$11,2 millones), porque en el total pesan los cotizantes jóvenes de los fondos A y B, que llevan menos años ahorrando. Todos los cotizantes de un fondo obtienen la misma rentabilidad, cualquiera sea su edad, pero la pérdida pesa más en quienes están próximos a pensionarse, que tienen menos tiempo para recuperarla. Al comparar dentro de esos grupos de edad, el Fondo E reúne a personas con ingresos y saldos mayores que los del total de su edad, mientras que el D reúne a personas con ingresos y saldos menores. Entre los cotizantes de 60 a 70 años, por ejemplo, el saldo mediano es de \$51,4 millones en el Fondo E y de \$29,2 millones en el D, frente a \$39,6 millones en el total de cotizantes de esa edad.

Tabla N°5: Ingreso Imponible y Saldo Medianos de los Cotizantes de los Fondos D y E, junio de 2026 (miles de pesos de septiembre de 2026)

Grupo de edad	Ingreso mediano			Saldo mediano		
	Fondo D	Fondo E	Total sistema	Fondo D	Fondo E	Total sistema
Todas las edades	837	1.329	1.020	20.234	20.011	11.204
50 a 60 años	787	1.256	1.019	20.228	34.204	28.135
60 a 70 años	799	1.314	1.003	29.202	51.400	39.644

Nota: El total sistema corresponde a todos los cotizantes del mismo grupo de edad, en cualquier fondo. Junio de 2026 es el último trimestre disponible.

Fuente: SP. Elaboración CEF.

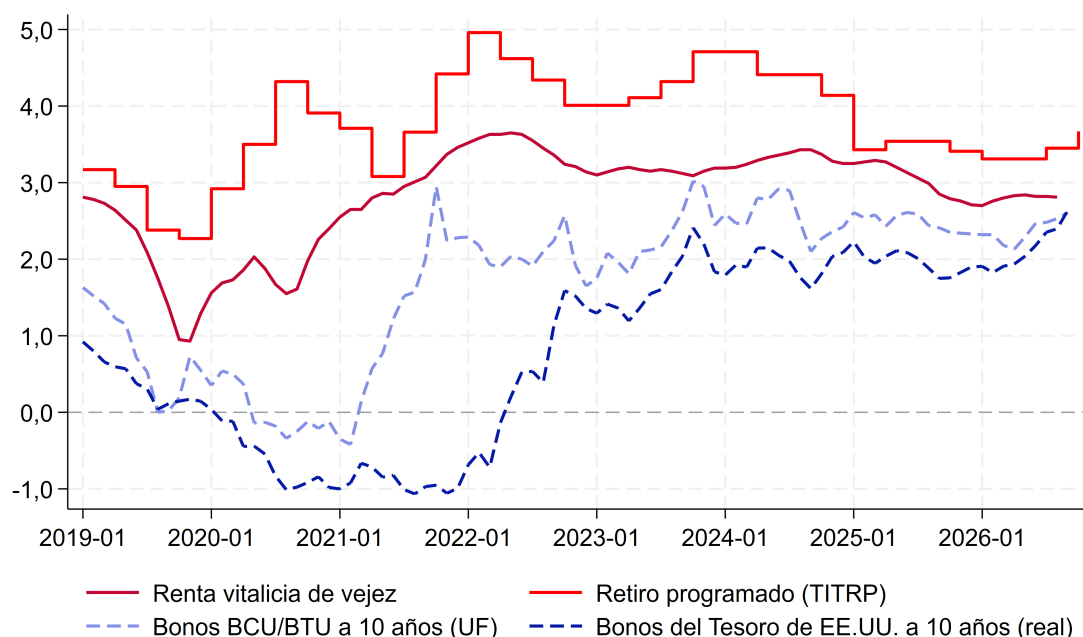
¿Se traspasa la caída de los fondos D y E a las pensiones?

Mientras los fondos A y B terminaron septiembre con rentabilidades reales positivas y el C con una pérdida acotada (-1,50 %), los fondos D y E perdieron 6,38 % y 10,39 %. Para quienes están por pensionarse o ya reciben un retiro programado, lo relevante es el monto de la pensión. El monto lo determinan el capital acumulado en cada momento del tiempo y la tasa de interés vigente, y esta última tiene una doble implicancia. Por un lado, su alza reduce el precio de los bonos y, con ello, el saldo, sobre todo en los fondos con más renta fija. Por otro, aumenta la pensión que se obtiene por cada UF ahorrada, cualquiera sea el fondo.

En el retiro programado la tasa relevante es la tasa de interés técnica (TITRP), que la SP revisa cada trimestre y ajusta cuando el recálculo difiere en 10 pb o más de la tasa vigente¹³. Según la metodología de la SP, la TITRP pondera en un 80 % la tasa equivalente de un vector de tasas de interés y en un 20 % la tasa de retorno anual promedio de los fondos C, D y E de los últimos 10 años. En la renta vitalicia es la tasa que ofrecen las compañías de seguros. El Gráfico N°5 muestra ambas tasas desde 2019 junto con las tasas largas de Chile y EE.UU. La tasa de las rentas vitalicias sigue de cerca a la de los bonos en UF del Banco Central y la Tesorería a 10 años (correlación de 0,78 en el período), mientras que la TITRP se mueve en escalones trimestrales dada la fijación del regulador cada tres meses.

¹³Superintendencia de Pensiones, Resolución Exenta RE-DDN-26-1 del 7 de enero de 2026, que fija la revisión trimestral de la tasa de interés de los retiros programados y rentas temporales. Ver https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-17032_recurso_1.pdf.

Gráfico N°5: Tasas de Renta Vitalicia, de Retiro Programado y Tasas Largas de Chile y EE.UU., 2019-2026 (%)



Fuente: SP, CMF, BCCh y U.S. Department of the Treasury. Elaboración CEF.

Como evidencia la Tabla N°6, en 2026 el traspaso desde las tasas de EE.UU. a las tasas chilenas ha sido parcial. Desde febrero, la tasa real a 10 años de EE.UU. subió más del doble que la de los bonos en UF a 10 años, y entre las tasas que determinan las pensiones, la de las rentas vitalicias apenas se movió. La TITRP, que había bajado en enero, superó su nivel de diciembre recién en julio. Es decir, el alza de tasas que golpeó a los fondos D y E se ha reflejado solo en parte en las tasas que determinan las pensiones.

Tabla N°6: Variación de las Tasas de Interés en 2026 (% , puntos base)

Tasa	Dic-2025	Feb-2026	Último dato	Desde febrero (pb)	Desde diciembre (pb)
Tesoro de EE.UU. a 10 años (real)	1,90	1,82	2,64 (sep)	+81	+74
Bonos BCU/BTU a 10 años (UF)	2,33	2,32	2,61 (sep)	+29	+28
Renta vitalicia de vejez	2,71	2,76	2,81 (ago)	+5	+10
Retiro programado (TITRP)	3,41	3,31	3,67 (oct)	+36	+26

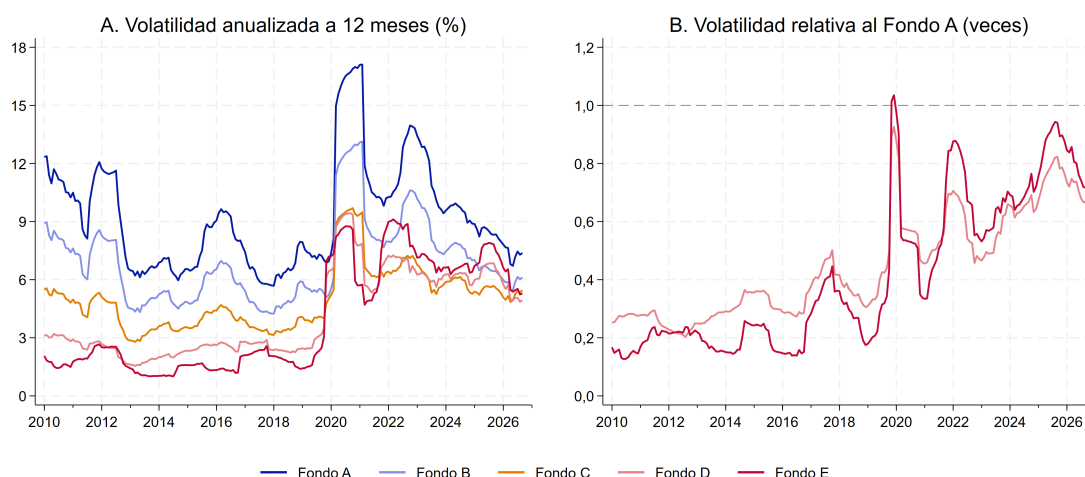
Fuente: SP, CMF, BCCh y U.S. Department of the Treasury. Elaboración CEF.

Es importante aclarar que al observar los montos de las pensiones en modalidad de retiro programado y renta vitalicia, aquellos montos en UF hasta agosto todavía no muestran una caída equivalente a la de los fondos D y E, porque los recálculos anuales recién empiezan a incorporar las pérdidas de 2026. A medida que se recalculen pensiones con rentabilidades a 12 meses negativas, la caída debiera aparecer con más fuerza, en especial en el Fondo E, amortiguada por el alza de la TITRP a 3,67 % en octubre y por la banda de 10 %.

Más allá de la rentabilidad: volatilidad de los fondos

La rentabilidad muestra solo una parte del desempeño de los fondos, ya que también importa el riesgo que se asume para obtenerla. Una medida de ese riesgo es la volatilidad que publica la SP en sus informes mensuales, que corresponde a la desviación estándar de la rentabilidad real diaria de los últimos 12 meses, expresada en términos anuales. Para contar con una serie mensual desde 2010, este informe replicó ese cálculo con el valor cuota diario de cada administradora¹⁴. Como muestra el panel A del Gráfico N°6, entre 2010 y 2019 la volatilidad promedio fue de 8,11 % en el Fondo A, 2,54 % en el D y 1,82 % en el E, mientras que entre 2020 y septiembre de 2026 fue de 10,91 %, 6,58 % y 7,07 %, respectivamente. Así, la volatilidad del Fondo A aumentó 34 %, mientras que la del D se multiplicó por 2,6 y la del E por 3,9, con un salto a fines de 2019 que no se ha revertido. El panel B lo muestra como razón respecto del Fondo A. La volatilidad del Fondo E pasó de equivaler en promedio a 0,23 veces la del A entre 2010 y 2019 a 0,68 veces desde 2020, y la del D de 0,32 a 0,63 veces, por lo que los fondos conservadores parecen haber aumentado su riesgo más que el Fondo A.

Gráfico N°6: Volatilidad de los Fondos de Pensiones, 2010-2026



Nota: El panel A muestra la desviación estándar anualizada de la rentabilidad real diaria de los últimos 12 meses y el panel B divide la de los fondos D y E por la del Fondo A. Último dato, septiembre de 2026.

Fuente: Superintendencia de Pensiones y SII. Elaboración CEF.

Comentarios finales

Es cierto que la caída en el valor de los swaps fue significativa, US\$11.574 millones entre enero y septiembre, y que golpeó con especial fuerza a los fondos D y E. Pero el mismo instrumento contribuyó con fuerza a la rentabilidad de 2025, cuando los swaps ganaron US\$4.061 millones

¹⁴Superintendencia de Pensiones, valor cuota y valor del patrimonio diario de los fondos por administradora, desde 2002. La rentabilidad diaria del sistema pondera la de cada administradora por el valor de su fondo el día anterior y se expresa en términos reales con la UF diaria del SII. La desviación estándar se anualiza multiplicándola por la raíz de 365. Con este cálculo se obtienen las mismas volatilidades que publica la SP, por ejemplo, 7,38 % en el Fondo A y 5,29 % en el E en septiembre de 2026. Ver <https://www.spensiones.cl/apps/valoresCuotaFondo/vcfAFP.php?tf=A>.

y sumaron 2,96 pp a la rentabilidad real del Fondo E, que fue de 8,06 %, la más alta desde 2019. Calificar los swaps como un instrumento inútil a la luz de los últimos meses parece apresurado e invisibiliza la experiencia reciente. Lo inédito de 2026 no es el uso del instrumento, sino la magnitud de la caída del valor de mercado, que llevó el valor negativo de estos contratos a 4,5 % de los fondos.

Tal vez más relevante que el instrumento es el régimen de inversión que define el regulador dentro del cual las AFP operan. La regla de rentabilidad mínima vigente compara la rentabilidad de cada fondo con el promedio de los fondos del mismo tipo, y si una administradora queda muy por debajo debe compensar a sus afiliados con su propio patrimonio, a través del encaje¹⁵. Este diseño castiga a quien se desvía del resto y obtiene un mal resultado cuando a los demás les va bien, pero no a quien se equivoca junto con todos. El incentivo es a replicar las carteras de la competencia, lo que la literatura denomina comportamiento de manada (Scharfstein y Stein, 1990), documentado también para los fondos de pensiones chilenos (Raddatz y Schmukler, 2013). Si todas las administradoras toman la misma posición y pierden, ninguna queda bajo el promedio y no se activa el mecanismo descrito anteriormente. El nuevo régimen de fondos generacionales, que comenzará a regir en abril de 2027, cambia esta referencia, ya que evaluará el desempeño de cada fondo frente a una cartera de referencia definida por la administradora, a partir del régimen de inversiones determinado por el regulador, con bandas de 240 a 290 pb, en lugar del promedio de la industria¹⁶.

Un segundo aspecto del diseño regulatorio es la forma de controlar el riesgo. Cabrera y Cifuentes (2026) documentan que la regulación de los multifondos fija límites por clase de activo y por clasificación de riesgo, pero no una métrica de riesgo a nivel de cartera ni un límite a la duración de la renta fija. Con ello, la duración de la renta fija del Fondo E pasó de entre 4,5 y 5 años en 2009 a 10,2 años en 2025, la mayor de los cinco fondos, y su valor en riesgo condicional (CVaR) subió de 1,71 % en 2002–2009 a 4,19 % en 2018–2025. En palabras de los autores, el Fondo E no incumple ninguna norma, sino que las normas no capturan el riesgo relevante. Cifuentes advierte, además, que el problema se repetiría en los fondos generacionales, cuyo régimen mantiene una lógica similar y no contempla una métrica de riesgo de cartera¹⁷. El nuevo régimen incorpora rangos de duración para la renta fija¹⁸ y la normativa de abril de 2026 fijó un límite a la pérdida estimada de los derivados en un escenario de estrés¹⁹, pero ninguno de los dos establece una medida de riesgo para la cartera en su conjunto.

¹⁵Superintendencia de Pensiones, 26 de junio de 2020. Desde la Ley N°20.255, los déficits respecto de la rentabilidad mínima se cubren solo con el encaje de propiedad de las AFP. Ver <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-13994.html>.

¹⁶Superintendencia de Pensiones, comunicado del 1 de septiembre de 2026 sobre el régimen de inversión de los Fondos Generacionales, que comienza a regir el 1 de abril de 2027. Ver <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-17131.html>.

¹⁷Cooperativa, “Investigador de Clapes UC: El problema va más allá del Fondo E y se repetirá con los fondos generacionales”, 20 de octubre de 2026. Ver <https://www.cooperativa.cl/noticias/economia/sistema-previsional/investigador-de-clapes-uc-el-problema-va-mas-alla-del-fondo-e-y-se/2026-10-20/083246.html>.

¹⁸Superintendencia de Pensiones, comunicado del 1 de septiembre de 2026 sobre el régimen de inversión de los Fondos Generacionales. Ver <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-17131.html>.

¹⁹Superintendencia de Pensiones, comunicado del 9 de abril de 2026 sobre la Resolución Exenta N°549 y la Norma de Carácter General N°362, que limitan la exposición en derivados de cada fondo, medida como la pérdida estimada en un escenario de estrés. Ver <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-17012.html>.

La volatilidad de los fondos apunta en la misma dirección. Como se vio en el Gráfico N°6, a partir de 2020 el nivel de riesgo de los fondos parece haber cambiado, en especial en los más conservadores. Entre enero de 2023 y septiembre de 2026, la volatilidad del Fondo E fue mayor que la del C en 43 de 45 meses y la del Fondo D superó a la del C en 36, y entre marzo de 2025 y abril de 2026 el Fondo E fue incluso más volátil que el B. Es decir, en los últimos años el Fondo C ha sido, en general, menos volátil que los dos fondos que debían ser los más conservadores del sistema, aunque esta diferencia se ha cerrado en los últimos meses.

Con todo, las administradoras sí fueron advertidas de estos riesgos. En su Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre de 2025, el Banco Central señaló que la mayor posición de los fondos en derivados de tasas de largo plazo en dólares había favorecido su rentabilidad, pero también su exposición a alzas pronunciadas de las tasas largas y a llamados de margen que, en un escenario de estrés, podrían obligarlos a liquidar renta fija local. En el IEF del primer semestre de 2026, reiteró que estas posiciones se mantenían elevadas. Según el Superintendente de Pensiones, la SP ya había advertido a las AFP sobre estos riesgos en 2024 y en enero de 2025 exigió a sus directorios ajustar sus políticas de inversión para gestionarlos según el perfil de cada fondo²⁰. Esa exigencia no fijó límites, y las posiciones siguieron aumentando durante 2025, hasta que en abril de 2026 la SP modificó el régimen de inversión para limitar la exposición en derivados, cambio que el Banco Central valoró en su IEF del primer semestre de este año al permitir mitigar los riesgos de liquidez asociados a estas operaciones.

En suma, las pérdidas de 2026 no pueden atribuirse solo a las decisiones de las administradoras. Las AFP operan dentro de un marco que define el regulador, al que le corresponde velar por que el sistema cumpla lo que se espera de él, y ese marco, al premiar la convergencia con el promedio y no medir el riesgo de las carteras, puede haber favorecido que todas tomaran posiciones similares, incluso en el fondo que debía ser el más conservador. Tras las pérdidas, la SP inició un proceso sancionatorio contra las siete AFP para determinar si incumplieron sus deberes de lealtad y diligencia²¹. Una evaluación completa debiera revisar también si las reglas de inversión y de desempeño, incluidas las del nuevo régimen de fondos generacionales, son coherentes con el objetivo de proteger a quienes están próximos a pensionarse, y si el regulador adoptó oportunamente medidas suficientes para abordar los riesgos advertidos.

²⁰Diario Financiero, “Las AFP alertaron al regulador sobre riesgos de los swaps antes de las millonarias pérdidas del fondo E”, 15 de octubre de 2026, que recoge declaraciones del superintendente Joaquín Cortez a El Mercurio. Ver <https://www.df.cl/mercados/pensiones/las-afp-alertaron-al-regulador-sobre-riesgos-de-los-swaps-antes-de-las>.

²¹BioBioChile, “Superintendencia de Pensiones inicia proceso contra las siete AFP que apostaron con el fondo E”, 20 de octubre de 2026. Ver <https://www.biobiochile.cl/noticias/economia/actualidad-economica/2026/10/20/superintendencia-de-pensiones-inicia-proceso-contra-las-siete-afp-por-el-desplome-del-fondo-e.shtml>.

Referencias

Banco Central de Chile (2025). Informe de Estabilidad Financiera, segundo semestre de 2025.

Banco Central de Chile (2026). Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre de 2026.

Cabrera, A. y Cifuentes, A. (2026). Consecuencias de una regulación mal pensada: el fondo que triplicó su riesgo en dos décadas. Informe, Clapes UC, 19 de agosto de 2026.

Raddatz, C. y Schmukler, S. L. (2013). Deconstructing Herding: Evidence from Pension Fund Investment Behavior. *Journal of Financial Services Research*, 43(1), 99–126.

Scharfstein, D. S. y Stein, J. C. (1990). Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 80(3), 465–479.

Superintendencia de Pensiones (2023). Nota Técnica N°8. Tasa de Interés Técnica de Retiro Programado y Rentas Temporales y su efecto en el cálculo de las pensiones. Marzo de 2023.

Superintendencia de Pensiones (2026). Inversiones y rentabilidad de los Fondos de Pensiones. Informes mensuales de diciembre de 2025 a septiembre de 2026.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

La Compleja Situación del Mercado Asalariado Formal



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

OCTUBRE 2026



Resumen ejecutivo

Contexto. El mercado laboral chileno muestra un deterioro durante 2026, con una pérdida de 160 mil ocupados desde el primer trimestre y una caída interanual de 81 mil. El ajuste se concentra principalmente en el empleo asalariado privado formal, que acumula seis trimestres móviles consecutivos de caída. Este deterioro coincide con un aumento de los costos laborales superior al crecimiento de la productividad y con una rápida difusión de nuevas tecnologías.

Deterioro del empleo formal

- El empleo asalariado privado formal cayó en 154 mil personas en doce meses.
- Las empresas de 11 a 199 trabajadores perdieron en conjunto 138 mil puestos de trabajo.
- Los ocupados de 25 a 34 años disminuyeron en 119 mil, con caídas en todos los niveles educativos.
- El desempleo alcanzó 9,6 % y entre los trabajadores de 25 a 34 años aumentó a 12,2 %.
- Las ocupaciones administrativas, profesionales y elementales concentran parte importante del ajuste.

Costos laborales y tecnología

- El costo laboral real aumentó cerca de 49 % desde 2010, frente a 19 % de la productividad.
- Los mayores costos reducen los incentivos a contratar y afectan especialmente a jóvenes y empresas pequeñas.
- La IA generativa puede reforzar la sustitución de trabajo en tareas cognitivas y codificables.
- La evidencia internacional encuentra efectos más intensos en trabajadores jóvenes y puestos de entrada.
- En Chile, el patrón observado es compatible con estos efectos, aunque no permite establecer causalidad.

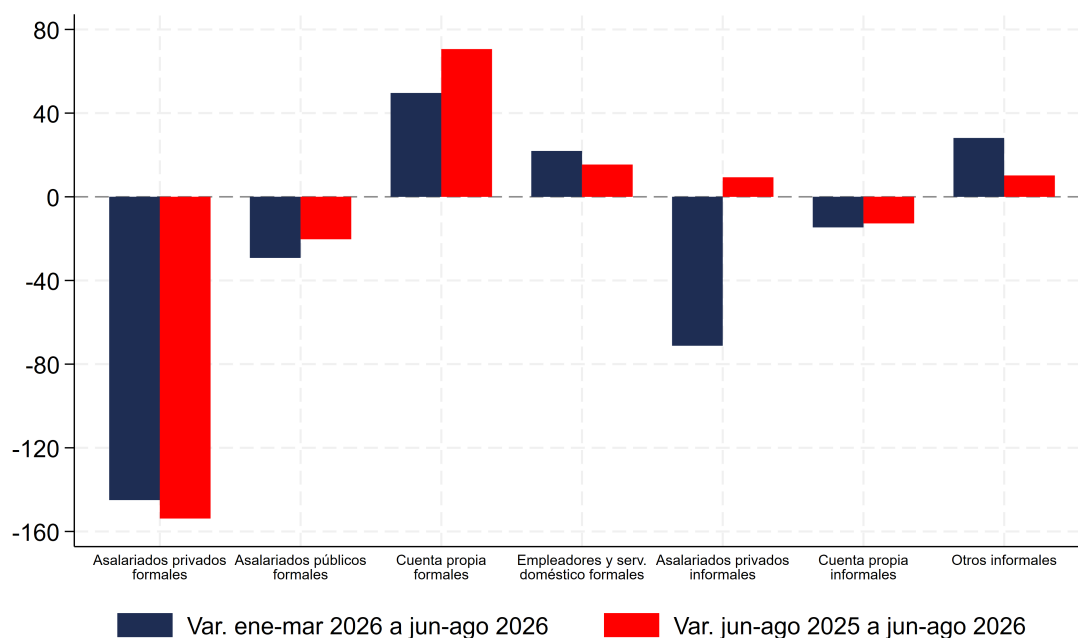
Conclusión. El deterioro del empleo formal parece responder a una combinación de mayores costos laborales, debilidad de la contratación y cambio tecnológico. El ajuste se concentra en jóvenes, empresas de menor tamaño y determinadas ocupaciones administrativas, profesionales y elementales. En este contexto, contener aumentos de costos no respaldados por productividad y facilitar la adaptación de los trabajadores al cambio tecnológico resultan relevantes para evitar un deterioro más persistente del empleo formal.

La Compleja Situación del Mercado Asalariado Formal

Según la Encuesta Nacional de Empleo, en el trimestre junio—agosto de 2026 el número de ocupados sumó 9.273.745, 40 mil menos que en mayo—julio y 160 mil menos que en enero—marzo. Parte de la caída entre el verano y el invierno es estacional, pero en esta ocasión su magnitud es mucho mayor: desde 2018 —excluido 2020, año de la pandemia— no se observaba una contracción de esta magnitud. La comparación en doce meses, que no está afectada por la estacionalidad, muestra una caída de 81 mil en el total de ocupados respecto a junio—agosto de 2025 (-0,9 %).

La descomposición por categoría ocupacional y formalidad muestra que la caída se explica principalmente por el empleo privado asalariado formal. Desde enero—marzo, el empleo de esta categoría de ocupación cayó en 145 mil, los asalariados públicos formales en 29 mil y los asalariados privados informales en 71 mil, este último un movimiento típicamente estacional vinculado a la agricultura y al comercio de verano. En sentido contrario, los trabajadores por cuenta propia formales aumentaron en 50 mil. En doce meses el contraste es aún más nítido: el empleo asalariado privado formal se reduce en 154 mil, más que la caída total del empleo, que se ve parcialmente compensada por el aumento de los trabajadores por cuenta propia formales (+71 mil, +10,5 %) y por un empleo informal que se mantiene prácticamente estable.

Gráfico N°1: Variación de ocupados por categoría y formalidad (Miles de personas)

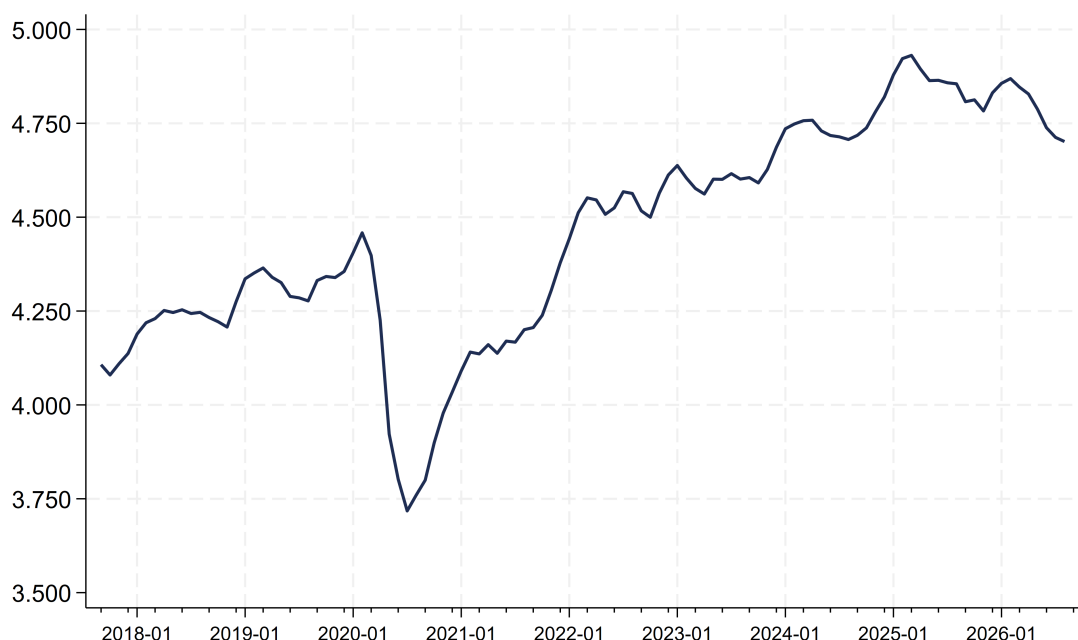


Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

El nivel de asalariados privados formales —4,70 millones en junio—agosto— es el más bajo desde fines de 2023 y acumula seis trimestres móviles consecutivos de caída. El Gráfico N°2 muestra que la serie, que venía creciendo de manera sostenida hasta comienzos de 2025, revirtió por

completo la expansión de los dos años previos. Se trata del segmento del empleo con contrato, protección social y cotizaciones, por lo que su deterioro tiene implicancias que van más allá del ciclo: afecta la cobertura y la densidad de cotizaciones previsionales justamente cuando avanza el aumento gradual de la cotización de cargo del empleador establecido por la Ley N°21.735.

Gráfico N°2: Asalariados privados formales (Miles de personas, trimestres móviles)



Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

El desplazamiento desde el empleo asalariado hacia el trabajo por cuenta propia formal es coherente con un mercado en que la contratación dependiente se ha encarecido y en que una parte de las relaciones laborales se reorganiza bajo la forma de prestación de servicios a honorarios. Este fenómeno, que puede reflejar tanto preferencias de los trabajadores como estrategias de las empresas para flexibilizar costos, es por sí mismo interesante de seguir. Si bien los trabajadores a honorarios cotizan para seguridad social, existen dificultades objetivas para hacer uso de los derechos que esas cotizaciones implican.

A continuación presentamos un análisis desagregado de esta pérdida de empleos formales por tramos etarios, nivel de educación, sectores y tamaño de empresa.

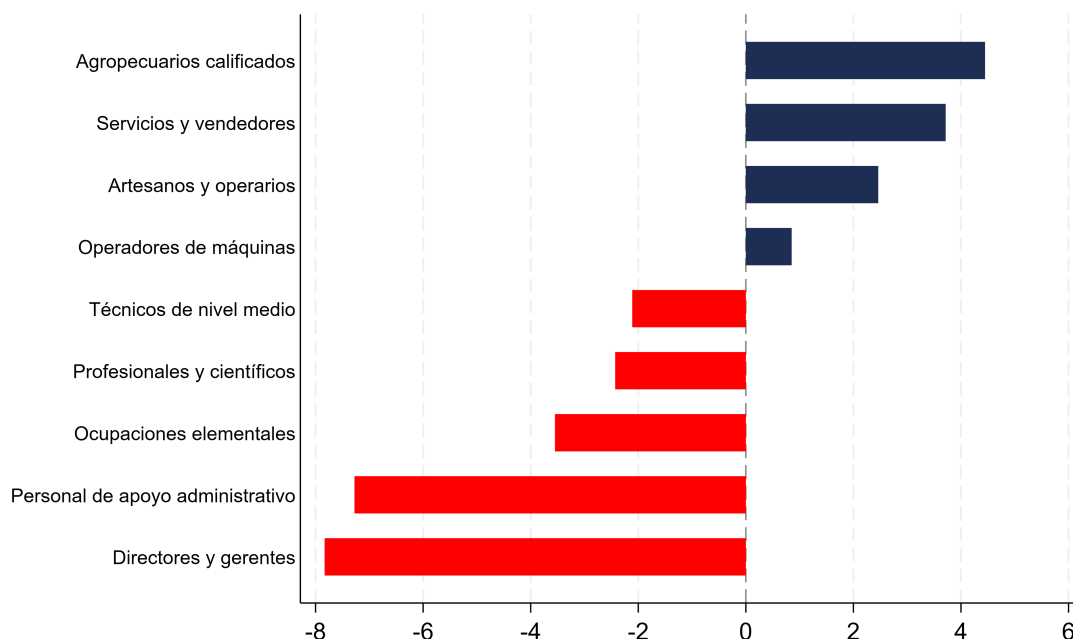
¿Dónde se pierden los empleos?

Grupos de ocupación

La desagregación del empleo formal por grupo de ocupación revela un patrón que no corresponde a un ajuste cíclico tradicional, en el que la caída suele concentrarse en la construcción, la manufactura y los oficios manuales. En los últimos doce meses, las mayores caídas porcentuales del empleo formal se registran en directores, gerentes y administradores (-34 mil, -7,8 %) y en

el personal de apoyo administrativo (-31 mil, -7,3 %), seguidos de las ocupaciones elementales (-33 mil, -3,5 %), los profesionales, científicos e intelectuales (-36 mil, -2,4 %) y los técnicos de nivel medio (-23 mil, -2,1 %). En conjunto, los cuatro grupos de ocupaciones de oficina y de tareas cognitivas pierden 123 mil empleos formales en doce meses.

Gráfico N°3: Variación en 12 meses de ocupados formales según grupo de ocupación (% , jun-ago 2026 c/r de jun-ago 2025)



Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

Las ocupaciones manuales, en cambio, muestran un desempeño más resiliente: los trabajadores de los servicios y vendedores formales aumentan en 48 mil (+3,7 %), y los artesanos y operarios (+2,5 %) y operadores de máquinas (+0,9 %) también crecen. La excepción son las ocupaciones elementales, el grupo de menor calificación, que pierde 68 mil empleos formales desde enero—marzo y 33 mil en doce meses. Este grupo es particularmente sensible al alza del costo laboral, pues su productividad es más baja y su remuneración está más cerca del salario mínimo.

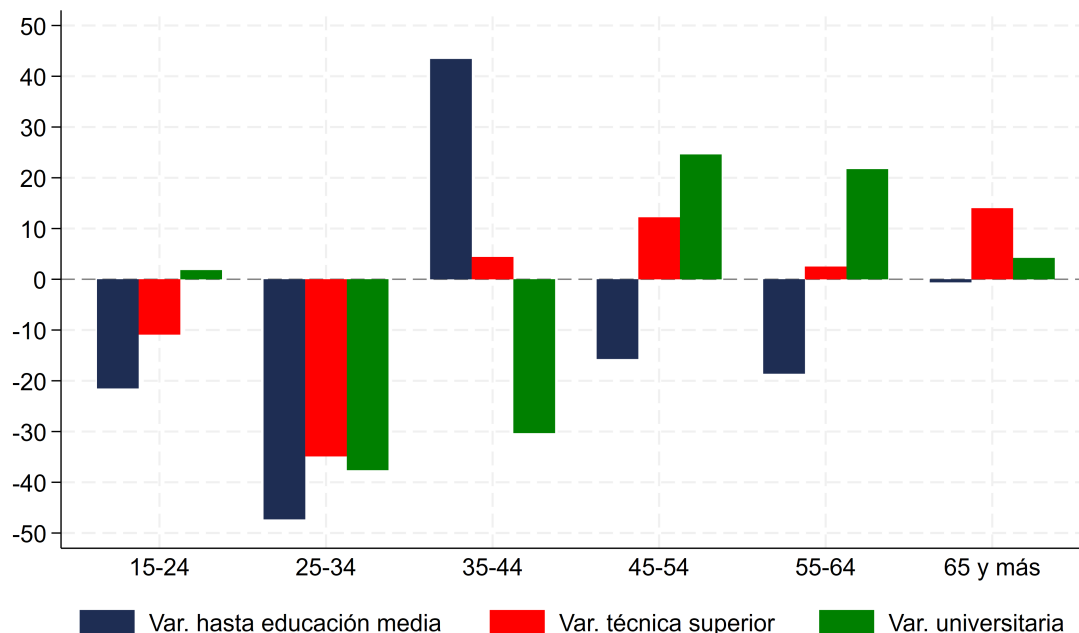
El resultado es una caída en dos extremos de la distribución de calificaciones: en la base, el empleo elemental, más expuesto al costo laboral; y en el segmento medio-alto, las ocupaciones administrativas y profesionales, que son precisamente las que la literatura internacional identifica como las más expuestas a la inteligencia artificial generativa. Llama la atención, además, que los profesionales informales aumenten en 18 mil (+9,7 %) en doce meses, lo que refuerza la hipótesis de un traslado desde el empleo asalariado formal hacia formas de trabajo independiente.

Tramos etarios y nivel educativo

El ajuste recae principalmente en los trabajadores jóvenes. Desde enero—marzo, los ocupados de 15 a 34 años disminuyeron en 110 mil, casi el 70 % de la caída total. En doce meses, el contraste entre generaciones es todavía más marcado: los ocupados de 25 a 34 años caen en 119

mil (-5,1 %) y los de 15 a 24 en 29 mil (-4,9 %), mientras los ocupados de 35 años y más aumentan en 66 mil.

Gráfico N°4: Variación en 12 meses de ocupados por tramo etario y nivel educativo (Miles de personas, jun-ago 2026 c/r de jun-ago 2025)

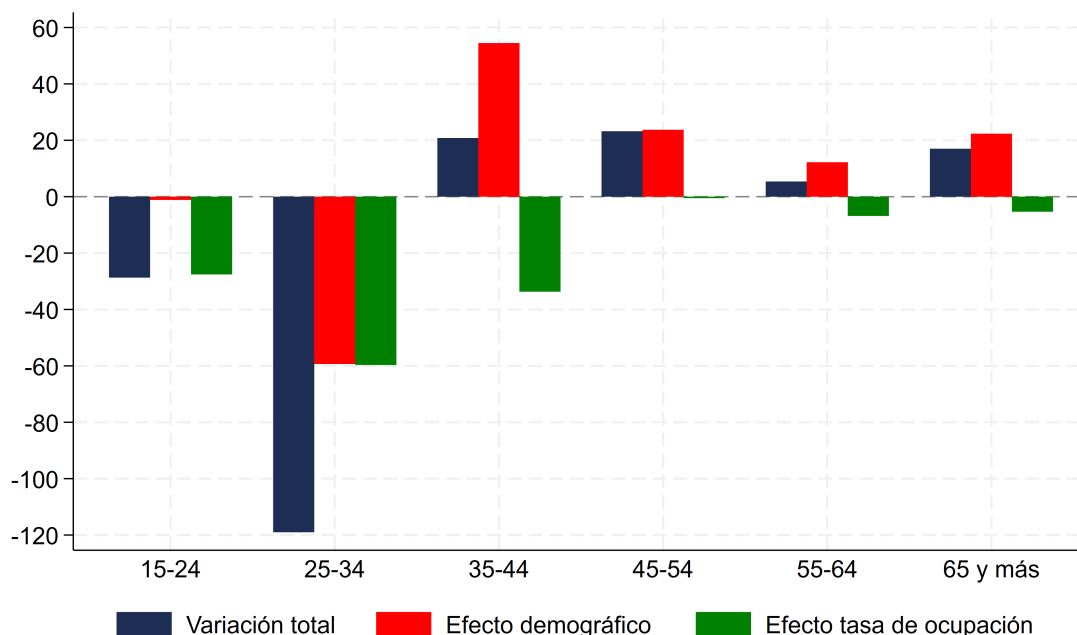


Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

Entre los jóvenes de 25 a 34 años la caída afecta a todos los niveles educativos: 47 mil con educación hasta media, 35 mil con educación técnica superior y 38 mil con educación universitaria. Es decir, el título universitario ya no protege frente al deterioro del empleo en este tramo. Entre los mayores, la situación es inversa: los ocupados con educación universitaria de 45 a 64 años aumentan en 46 mil, de modo que la pérdida de empleo calificado se concentra en quienes están iniciando o consolidando su trayectoria laboral.

Estas cifras deben leerse, sin embargo, considerando el cambio demográfico. Según las estimaciones de población de la Encuesta Nacional de Empleo, la población de 25 a 34 años disminuyó en cerca de 80 mil personas en el último año, mientras la de 35 años y más aumentó en 229 mil. Por lo tanto, una parte de la caída del empleo en los tramos jóvenes no refleja un deterioro del mercado laboral, sino simplemente que hay menos personas en esas edades. Para separar ambos efectos, el Gráfico N°5 descompone la variación de los ocupados de cada tramo en un efecto demográfico —el cambio que se habría producido si la tasa de ocupación se hubiera mantenido constante— y un efecto tasa de ocupación.

Gráfico N°5: Descomposición de la variación en 12 meses de ocupados por tramo etario (Miles de personas, jun–ago 2026 c/r de jun–ago 2025)



Nota: Efecto demográfico = variación de la población del tramo × tasa de ocupación inicial; efecto tasa = variación de la tasa de ocupación × población final.

Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

En el tramo de 25 a 34 años, la menor población explica una reducción de 59 mil ocupados, es decir, la mitad de la caída observada; la otra mitad (60 mil) corresponde a una caída efectiva de la tasa de ocupación, que baja de 74,5 % a 72,6 %. Entre los 15 y 24 años, en cambio, la población prácticamente no varía y la caída del empleo se explica casi por completo por la baja de la tasa de ocupación (de 22,9 % a 21,8 %). En sentido inverso, el aumento del empleo de los mayores de 35 años es enteramente demográfico: en esos tramos la tasa de ocupación también disminuye, aunque en menor medida, con la mayor baja entre los 35 y 44 años (de 79,9 % a 78,8 %). Así, descontado el efecto demográfico, la caída del empleo atribuible a menores tasas de ocupación alcanza a 134 mil personas en doce meses —más que la caída observada de 81 mil, que se ve amortiguada por el crecimiento de la población de mayor edad—, y los jóvenes de 15 a 34 años explican alrededor de 87 mil de ella, cerca de dos tercios.

Este patrón —menos contrataciones de jóvenes en ocupaciones cognitivas, con tasas de ocupación que caen con mucha más fuerza entre los jóvenes que entre los trabajadores con experiencia— es coincidente con aquel que la evidencia internacional reciente asocia a los primeros efectos de la inteligencia artificial sobre el mercado laboral, como veremos más adelante.

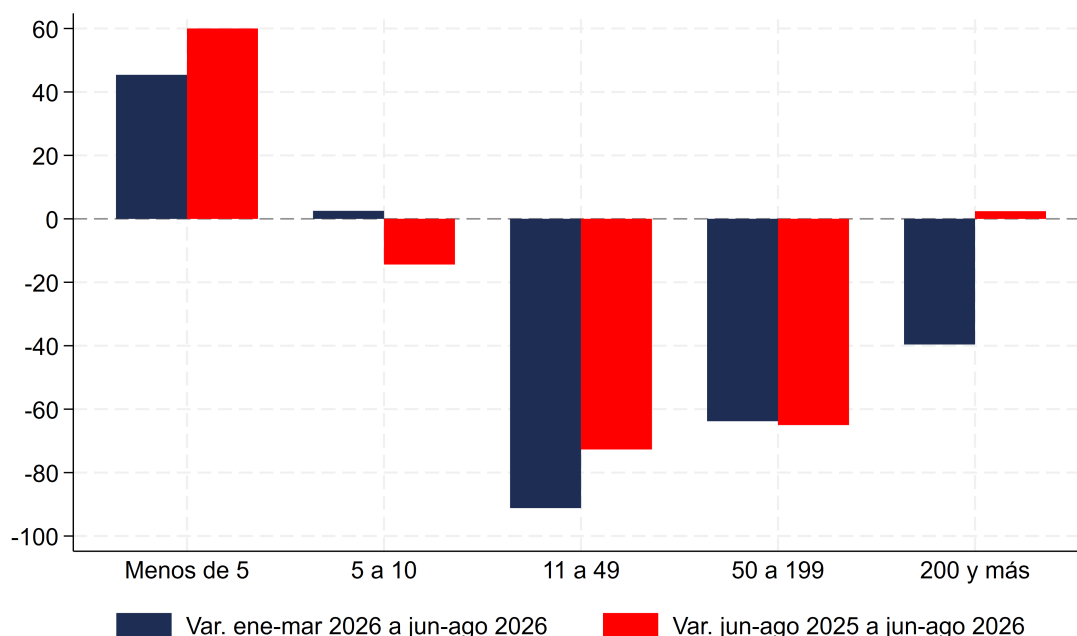
Tamaño de empresa

La desagregación por tamaño de empresa confirma el diagnóstico del informe del mes de septiembre¹. En doce meses, las empresas de 11 a 49 trabajadores pierden 73 mil ocupados (-6,2 %)

¹Ver Informe Macrofinanciero N°105, septiembre de 2026.

y las de 50 a 199 trabajadores 65 mil (-5,1 %); en conjunto, las empresas pequeñas y medianas explican una caída de 138 mil puestos, superior a la reducción total de la ocupación. Las empresas de 200 y más trabajadores, en cambio, mantienen su dotación prácticamente sin cambios (+2 mil), y las de menos de 5 personas aumentan en 60 mil (+2,2 %).

Gráfico N°6: Variación de ocupados por tamaño de empresa (Miles de personas, según número de trabajadores de la empresa)



Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

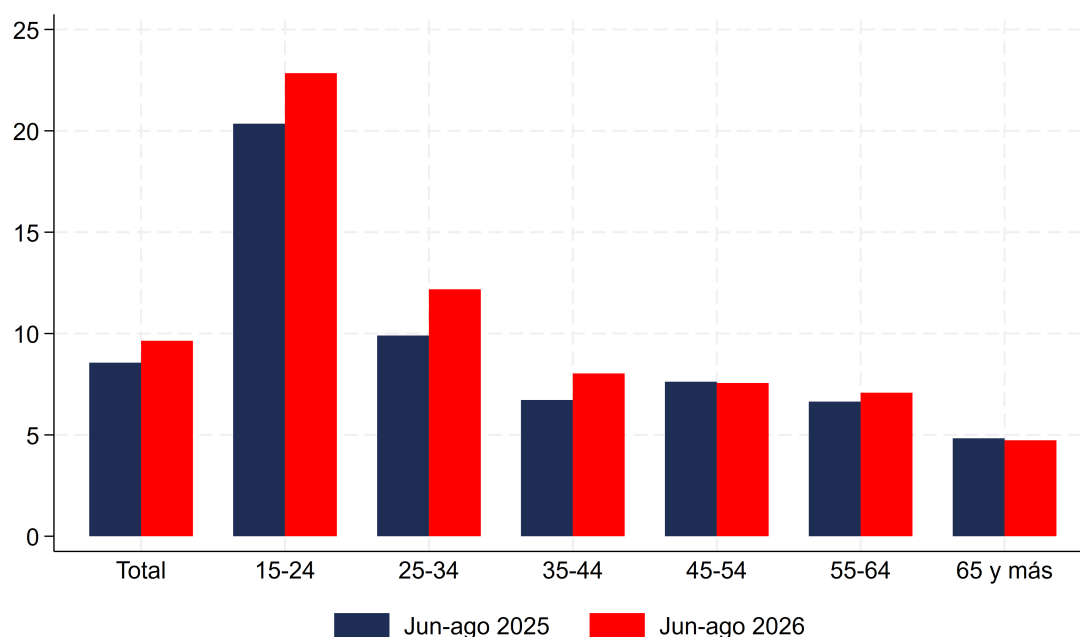
Esta composición es coincidente con los efectos esperados de mayores costos laborales en un contexto de cambio tecnológico acelerado. Las empresas medianas y pequeñas tienen menos holgura para absorber alzas del costo laboral, menor capacidad de automatizar o de trasladar costos a precios y una mayor proporción de trabajadores con remuneraciones cercanas al salario mínimo. Ante un costo creciente, reducen dotación. Las grandes empresas, por su parte, sostienen su empleo, pero tienen mayor capacidad de invertir en tecnología y de reorganizar sus procesos para contratar menos en el futuro. El crecimiento de las unidades de menos de 5 personas, por último, refleja principalmente trabajo por cuenta propia y microemprendimientos que actúan como refugio frente a la menor disponibilidad de empleo asalariado.

Los impactos en el desempleo

La pérdida de empleo se traduce en un mayor desempleo. La tasa de desocupación llegó a 9,6 % en junio–agosto de 2026, 1,1 puntos porcentuales por sobre igual período de 2025, con 989 mil desocupados (114 mil más que un año antes). El aumento se concentra en el tramo de 25 a 34 años, cuya tasa sube de 9,9 % a 12,2 % y que explica 51 mil de los nuevos desocupados, casi la mitad del total. Los jóvenes de 15 a 24 años registran una tasa de 22,8 % (20,4 % hace un

año) y el tramo de 35 a 44 años sube de 6,7 % a 8,0 %.

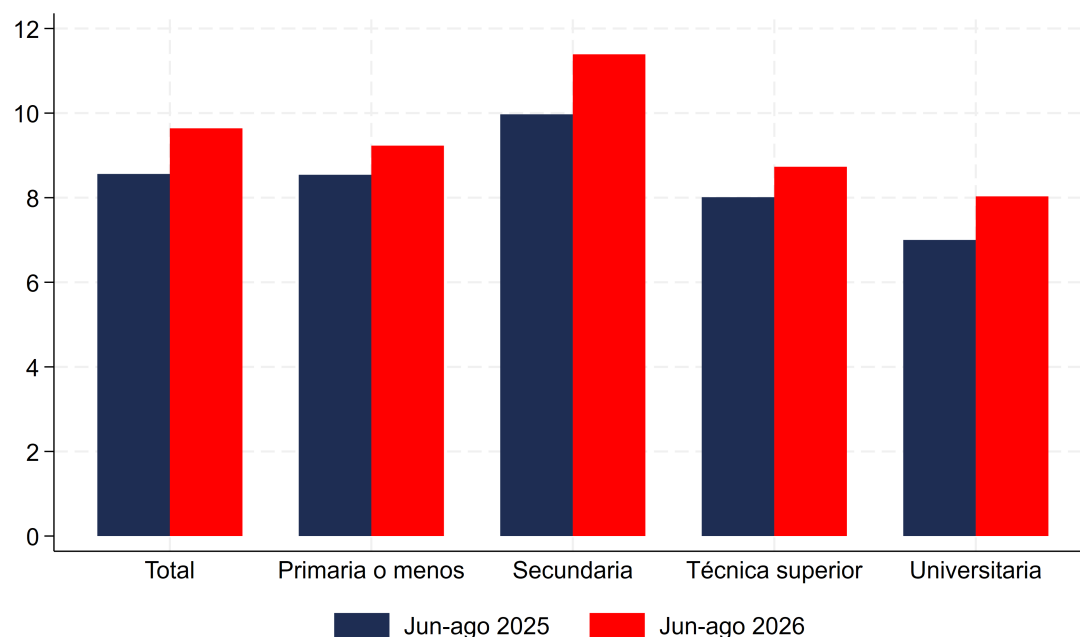
Gráfico N°7: Tasa de desocupación por tramo etario (% , trimestre junio-agosto)



Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

Por nivel educativo, la tasa de desocupación sube en todos los grupos: de 8,5 % a 9,2 % entre quienes tienen educación primaria o menos, de 10,0 % a 11,4 % entre quienes tienen educación secundaria, de 8,0 % a 8,7 % entre los técnicos y de 7,0 % a 8,0 % entre los universitarios.

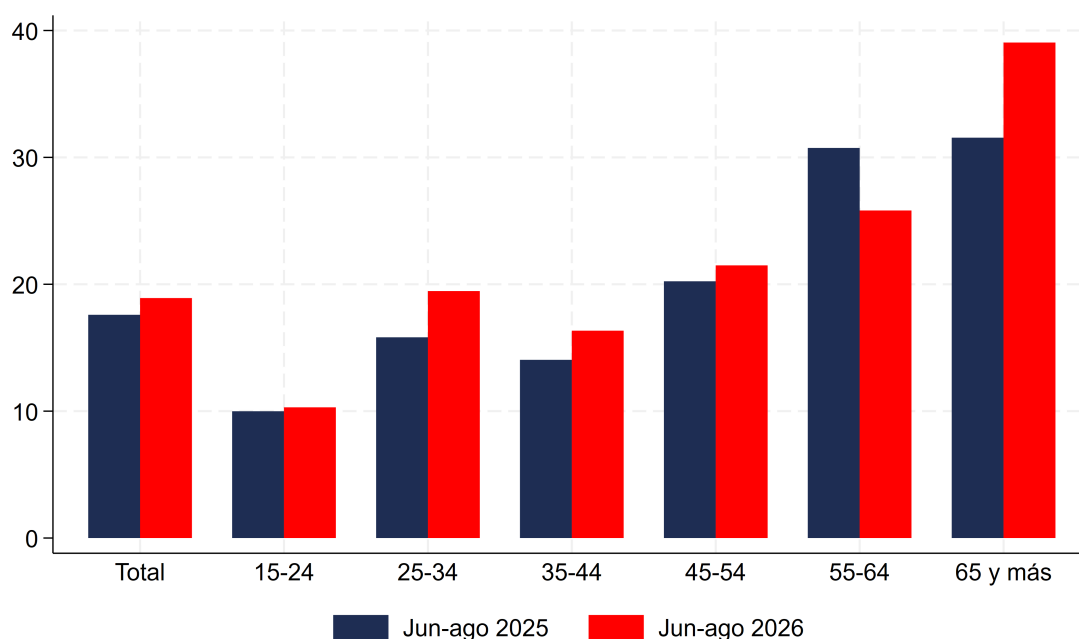
Gráfico N°8: Tasa de desocupación por nivel educativo (% , trimestre junio-agosto)



Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

Más allá del nivel, el desempleo se está volviendo más persistente. La proporción de desocupados que lleva doce meses o más buscando empleo sube de 17,6 % a 18,9 % en doce meses, y desde 16,0 % en 2023; el tiempo promedio de búsqueda alcanza 7,8 meses. El aumento es especialmente marcado entre los trabajadores de 25 a 34 años, cuya proporción de desocupados de larga duración sube de 15,8 % a 19,5 % y cuyo tiempo de búsqueda pasa de 6,4 a 7,3 meses, y entre los mayores de 65 años, donde la proporción llega a 39 %. Por nivel educativo, la desocupación de larga duración aumenta con fuerza entre quienes tienen educación primaria (de 16,1 % a 19,3 %) y entre los técnicos (de 16,5 % a 20,3 %).

Gráfico N°9: Proporción de desocupados de larga duración por tramo etario (% , trimestre junio-agosto)



Nota: larga duración equivale a buscar empleo en los últimos 12 meses o más.

Fuente: Encuesta Nacional de Empleo INE. Elaboración CEF.

Un desempleo más largo no es solo un problema de ingresos de corto plazo. La evidencia muestra que los periodos prolongados fuera del empleo deterioran el capital humano, reducen las remuneraciones futuras y aumentan la probabilidad de pasar a la inactividad o a la informalidad. Cuando este fenómeno afecta a trabajadores jóvenes, sus efectos son más duraderos, porque se pierde la experiencia de los primeros años de trayectoria laboral, que es la que más incide en la productividad posterior.

Costos laborales, productividad y tecnología

Como mostramos en el Informe CEF del mes de septiembre, el Índice de Costo Laboral Real acumula un alza cercana a 49 % desde marzo de 2010, mientras la productividad media del trabajo —aproximada por el IMACEC desestacionalizado por ocupado— avanza apenas en torno a

19 %. La brecha se ha ampliado con fuerza desde 2024, y en los últimos meses el costo laboral real muestra una nueva aceleración, mientras la productividad media se mantiene estancada en niveles similares a los de 2022.

Cuando el costo del trabajo crece más rápido que su productividad, las empresas ajustan por el margen que tienen disponible. En Chile, dado el costo del despido, ese margen suele ser la contratación: se reemplaza menos a quienes se van, se posterga el ingreso de nuevos trabajadores y se privilegian formas contractuales más flexibles. Ello explica que el ajuste recaiga sobre los jóvenes, que dependen de nuevas contrataciones para entrar al mercado laboral, y sobre las empresas de menor tamaño, que tienen menos alternativas para absorber el mayor costo.

Un costo laboral creciente no solo reduce la demanda por trabajo en forma directa; también eleva la rentabilidad relativa de sustituir trabajo por capital. Este incentivo coincide hoy con la rápida difusión de la inteligencia artificial generativa, cuya capacidad de automatizar tareas cognitivas codificables —redacción, procesamiento de información, atención de clientes, programación, análisis de datos— afecta precisamente a las ocupaciones administrativas y profesionales en que se observa la caída del empleo formal.

La evidencia internacional sobre el impacto de la IA en el empleo es todavía incipiente y no es concluyente, pero converge en algunos resultados. El trabajo de Brynjolfsson, Chandar y Chen en el Stanford Digital Economy Lab, basado en datos de nómina para Estados Unidos, no encuentra un desplazamiento generalizado del empleo, pero sí una brecha de 19 % en el empleo de los trabajadores de 22 a 25 años en las ocupaciones más expuestas a la IA respecto de sus pares en ocupaciones menos expuestas. El ajuste ocurre por menor contratación y no por despidos, y se concentra en los usos de la IA que automatizan tareas, no en los que las complementan. Goldman Sachs (agosto de 2026) encuentra que las industrias más expuestas a la automatización mediante IA presentan un menor crecimiento del empleo desde 2022 en Estados Unidos, Alemania y Australia, con impactos visibles pero acotados a un conjunto reducido de industrias y con mayor intensidad en los puestos de entrada. El FMI (Staff Discussion Note SDN/2026/001) estima que, en las regiones de Estados Unidos con mayor demanda de habilidades de IA, el empleo en ocupaciones de alta exposición y baja complementariedad es 3,6 % menor al cabo de cinco años.

Otros estudios son más cautos. El Yale Budget Lab, en su seguimiento de septiembre de 2026, no encuentra una disrupción significativa del mercado laboral estadounidense atribuible a la IA, y el análisis de avisos laborales de la Reserva Federal de Nueva York (mayo de 2026) concluye que la caída relativa de la demanda en ocupaciones expuestas comenzó antes del lanzamiento de ChatGPT y que la IA no es el principal motor de la desaceleración de las contrataciones. Para Chile, el estudio conjunto de la OIT y el Banco Mundial estima que el 37 % del empleo está expuesto a la IA generativa, con mayor exposición en el empleo formal urbano, con educación superior y en sectores como servicios financieros y administración; y el Banco Central de Chile documenta que la proporción de avisos laborales que exige habilidades de IA subió de 1,3 % en 2017 a 3,9 % en 2024.

Los datos chilenos de este informe son compatibles con el patrón descrito por los estudios que sí detectan efectos: la caída del empleo formal en ocupaciones administrativas y profesionales, la

concentración del ajuste en los jóvenes de 25 a 34 años, incluidos los universitarios, el aumento de su desempleo y de la duración de su búsqueda, y la estabilidad del empleo de los trabajadores con más experiencia. Con todo, los datos no permiten separar el efecto de la tecnología, del ciclo económico y del alza de costos laborales. Probablemente estos factores operan en conjunto y se refuerzan mutuamente: el mayor costo del trabajo acelera la adopción de tecnologías que ahorran trabajo, y la tecnología reduce el costo de prescindir de nuevas contrataciones en las ocupaciones más expuestas.

Hay, sin embargo, una diferencia importante entre ambos mecanismos. Si la caída del empleo respondiera principalmente a una ola de adopción tecnológica, se esperaría observar un aumento de la productividad media del trabajo; esto es, producir lo mismo o más con menos trabajadores. Eso no está ocurriendo; la productividad media permanece estancada. Enfrentamos el riesgo es que la economía sufra los costos de la transición tecnológica en términos de empleo sin recibir todavía sus beneficios en términos de crecimiento.

Conclusiones

El mercado laboral chileno acumula una pérdida de 160 mil empleos desde el primer trimestre del año, concentrada casi por completo en el empleo asalariado formal privado. El deterioro se produce en las empresas pequeñas y medianas, en las ocupaciones administrativas, profesionales y elementales, y en los trabajadores jóvenes, que enfrentan además desempleos más prolongados. Este patrón es consistente con dos fuerzas que se refuerzan: un costo laboral que ha crecido cerca de 49 % real desde 2010 frente a un avance de 19 % de la productividad, y la difusión de tecnologías que reducen la demanda por trabajo en las tareas cognitivas codificables, que son justamente las de entrada al mercado laboral de los jóvenes más educados. Por lo tanto, lo que parece estar ocurriendo no es que la tecnología destruya por sí sola puestos de trabajo, sino que los mayores costos laborales generan los incentivos para que las empresas busquen esa sustitución de trabajo por automatización.

Las implicancias de política son claras. En primer lugar, es necesario evitar nuevos aumentos del costo laboral que no estén respaldados por ganancias de productividad, calibrando el ritmo del salario mínimo y de las cotizaciones de cargo del empleador con la evolución efectiva del mercado del trabajo, y aprobar sin diluir los proyectos que flexibilizan la organización de la jornada. En segundo lugar, la política laboral debe hacerse cargo de la transición tecnológica: la evidencia sugiere que el empleo cae donde la IA sustituye tareas y se mantiene donde las complementa, por lo que la capacitación orientada a habilidades complementarias, la intermediación laboral para los jóvenes y la reconversión de los trabajadores en ocupaciones expuestas son hoy más urgentes. Por último, solo una agenda decidida de inversión y productividad permitirá que la tecnología se traduzca en mayores remuneraciones y no en menos empleo formal.

De lo contrario, se consolidará un mercado laboral de dos velocidades: grandes empresas que concentran el empleo formal y adoptan tecnología, y un contingente creciente de jóvenes, trabajadores de menor calificación y empleados de empresas de menor tamaño empujados hacia el

desempleo prolongado, el trabajo por cuenta propia o la informalidad, con consecuencias directas sobre la cobertura y la suficiencia de sus futuras pensiones.

Referencias

Banco Central de Chile (2025). "Inteligencia Artificial (IA) en las empresas: tendencias en la demanda de empleo a partir de información de avisos laborales". Blog del Banco Central, abril de 2025.

Brynjolfsson, E., Chandar, B. y Chen, R. (2025). "Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence". Stanford Digital Economy Lab; actualización de agosto de 2026.

Goldman Sachs Research (2026). Análisis del impacto de la IA en el empleo por industria, agosto de 2026.

Jaumotte, F. et al. (2026). "New Jobs Creation in the AI Age". IMF Staff Discussion Note SDN/2026/001.

Organización Internacional del Trabajo y Banco Mundial (2026). Documento de trabajo sobre exposición global a la IA generativa, preparado para el World Development Report 2026; y estudio OIT-Banco Mundial sobre exposición a la IA generativa en América Latina y el Caribe.

Reserva Federal de Nueva York (2026). "Do Job Postings Show Early Labor-Market Effects of AI?". Liberty Street Economics, mayo de 2026.

The Budget Lab at Yale (2026). "Tracking the Impact of AI on the Labor Market". Actualización de septiembre de 2026.

TEMA DE
ANÁLISIS

Perú: Estabilidad Macroeconómica frente a la Inestabilidad Política



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

OCTUBRE 2026



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

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

Resumen ejecutivo

Contexto. Perú ha atravesado una elevada inestabilidad política durante la última década, con once presidentes distintos desde 2006 y seis salidas anticipadas. Sin embargo, este escenario ha coexistido con un desempeño macroeconómico relativamente favorable dentro de Latinoamérica. Esta aparente contradicción permite analizar qué factores pueden haber contribuido a preservar su estabilidad y qué elementos resultan relevantes para Chile.

Instituciones y desafíos

Desempeño macroeconómico

- El riesgo soberano de Perú se mantiene muy por debajo del promedio latinoamericano y cercano al chileno.
- Entre 2000 y 2025, Perú creció 4,1 % anual en promedio y su inflación alcanzó 3,0 %.
- Su deuda pública llegó a 30,2 % del PIB en 2025 y el FMI proyecta una trayectoria relativamente estable.
- La estabilidad fiscal, monetaria e inflacionaria ha contribuido a una baja volatilidad del tipo de cambio.
- Pese a estos resultados, la informalidad continúa elevada y alcanza al 70,5 % del empleo.
- El Banco Mundial caracteriza las instituciones fiscales y monetarias peruanas como “islas de efectividad”.
- Su autonomía y continuidad técnica han limitado la transmisión de la inestabilidad política hacia la política económica.
- La fragmentación política podría dificultar reformas y debilitar los fundamentos institucionales que sostienen esta estabilidad.
- El favorable escenario externo y los altos precios de los metales también han contribuido al desempeño reciente.
- Chile conserva una mayor calidad regulatoria, pero su indicador cayó 14,8 puntos entre 2010 y 2025.

Conclusión. La experiencia peruana sugiere que instituciones macroeconómicas sólidas pueden amortiguar parte de los efectos de una elevada inestabilidad política, aunque no eliminarlos. Estas instituciones constituyen un piso para el crecimiento más que una condición suficiente para generarlo. Para Chile, la lección que se puede extraer, es que preservar y reforzar la calidad institucional resulta especialmente relevante en un contexto en el cual distintos indicadores económicos muestran un deterioro durante la última década.

Perú: Estabilidad Macroeconómica frente a la Inestabilidad Política

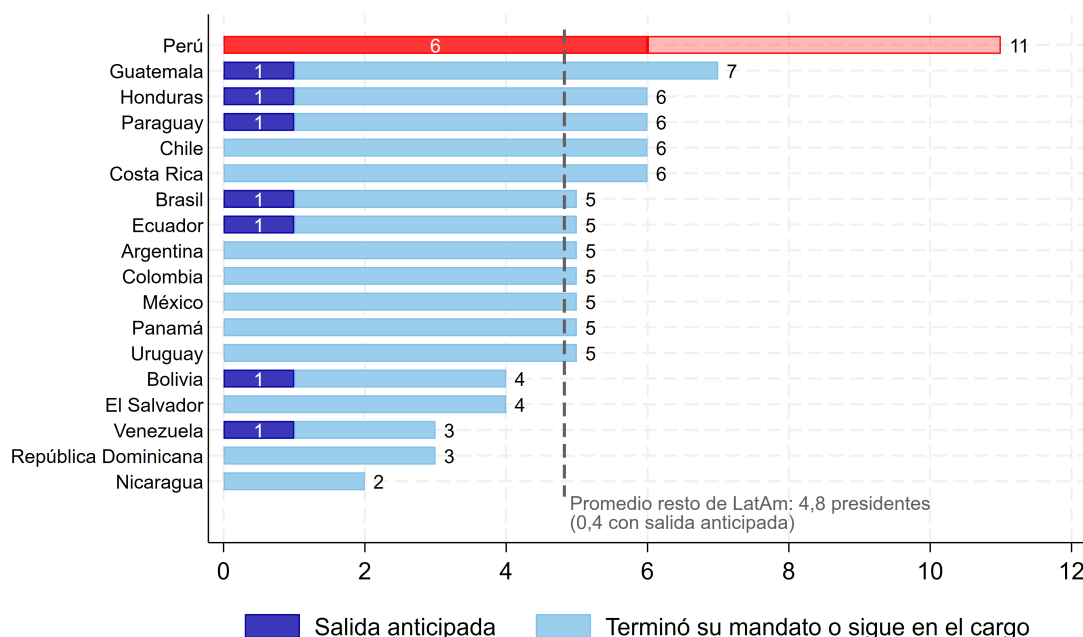
Perú presenta una combinación que, a primera vista, resulta difícil de entender. Durante la última década ha atravesado una elevada inestabilidad política, marcada por sucesivos cambios de gobierno y conflictos entre el Ejecutivo y el Congreso. Sin embargo, este escenario ha existido a la par con un desempeño macroeconómico que, en distintas dimensiones, continúa destacando dentro de Latinoamérica.

Esta aparente contradicción plantea una pregunta relevante ¿Cómo ha logrado la economía peruana mantener una relativa estabilidad en medio de una inestabilidad política persistente? Analizamos esta relación, comparando la experiencia de Perú con la de Chile y el resto de la región, y exploramos algunos de los factores que podrían ayudar a entenderla.

Perú versus Chile y Latinoamérica

Durante los últimos 20 años, y particularmente en la última década, Perú se ha caracterizado por una elevada inestabilidad política, reflejada en una alta rotación presidencial. Como muestra el Gráfico N°1, desde 2006 hasta la actualidad, Perú ha tenido once presidentes distintos en ejercicio, diez si se acota la muestra desde 2015. De ellos, seis no alcanzaron a completar su mandato, cifra que contrasta con un máximo de uno en el resto de los países de América Latina durante el mismo período. Esta alta rotación se hizo especialmente evidente en 2020, cuando tres presidentes ejercieron el cargo durante un mismo año, situación que volvió a repetirse en 2026 y que culminó con la asunción de Keiko Fujimori tras las elecciones presidenciales. La experiencia peruana contrasta con la observada en Chile y, en general, en el resto de América Latina durante el siglo XXI, donde los presidentes electos tienden a completar sus períodos de gobierno.

Gráfico N°1: Términos de mandatos y salidas anticipadas de presidentes en Perú vs Latinoamérica (2006-2026)

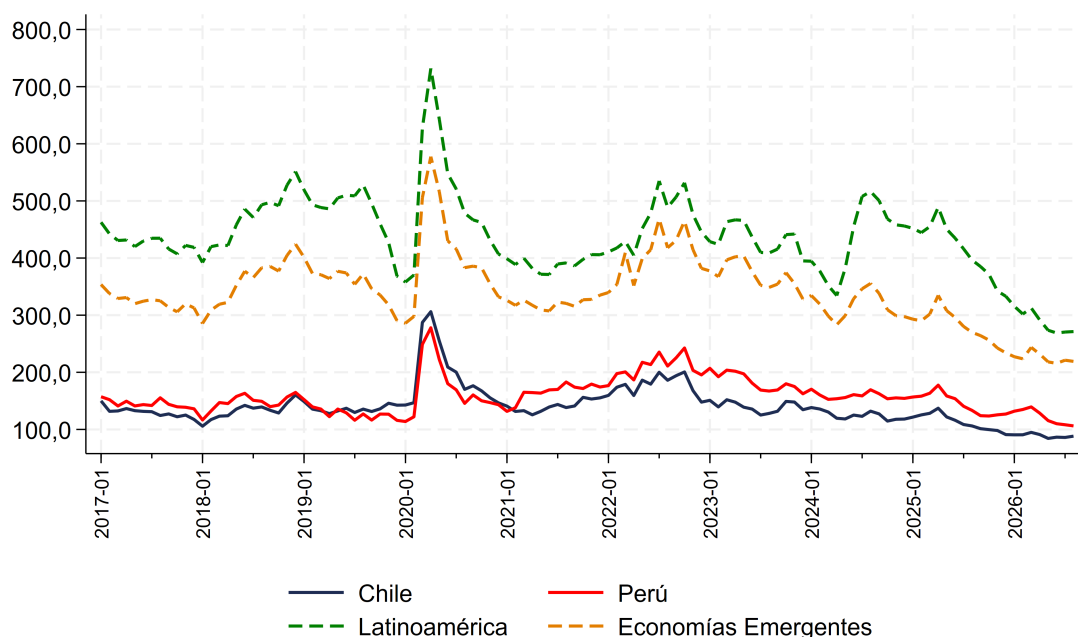


Fuente: Registros históricos públicos de cada país y prensa. Elaboración CEF.

A pesar de esta inestabilidad política, el mercado continúa percibiendo a Perú como una economía con un riesgo soberano relativamente bajo. Como muestra el Gráfico N°2, el spread EMBI¹ de Perú se ha mantenido sustancialmente por debajo del promedio de Latinoamérica y de las economías emergentes. Más aún, antes de 2020 su nivel era muy similar al de Chile y, entre abril de 2019 y febrero de 2021, incluso se ubicó de manera sostenida por debajo del chileno. Desde entonces, el EMBI de Perú se ha mantenido por sobre el de Chile, aunque todavía muy por debajo del registrado por economías de similar nivel de ingreso y desarrollo. Este cambio coincide con el fuerte aumento de la inestabilidad política observado en 2020. Si bien no es posible atribuir causalidad a partir de esta evolución, el quiebre sugiere que dicho episodio pudo haber tenido un costo en términos del riesgo soberano que el mercado asigna a Perú.

¹El EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) mide el riesgo soberano a partir de la diferencia entre la tasa de interés de los bonos de un país y la de bonos del Tesoro de Estados Unidos de características comparables. Se expresa en puntos base, donde un mayor valor indica un mayor riesgo percibido por el mercado.

Gráfico N°2: EMBI Spread de Perú vs otras Economías



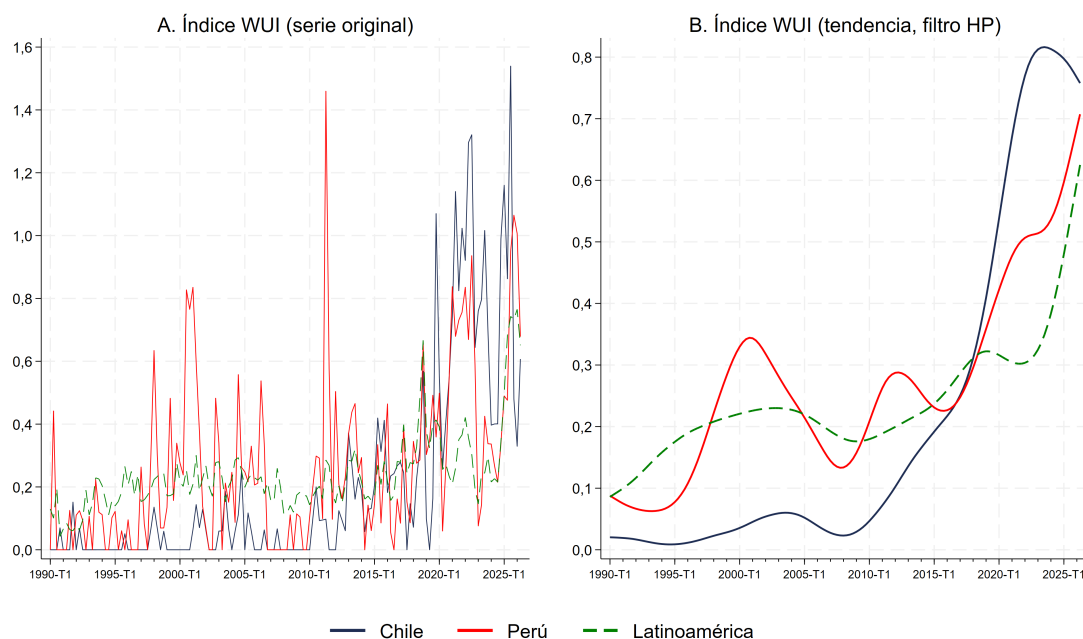
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú y BCCh. Elaboración CEF.

La pregunta, entonces, es por qué, pese a esta elevada inestabilidad política, Perú continúa siendo percibido de manera relativamente favorable por el mercado. Para responderla es necesario primero evaluar si Perú es más incierto que el resto de la región.

Una forma de aproximarse a lo anterior es mediante el *World Uncertainty Index (WUI)*, desarrollado por Ahir, Bloom y Furceri (2022). El índice mide la frecuencia con la que aparece la palabra “incertidumbre” y variantes en los informes trimestrales por país de *The Economist*. En términos simples, busca capturar incertidumbre, inestabilidad, etc.

Al observar la tendencia del WUI (ya que la serie original es muy volátil), presentada en el panel B del Gráfico N°3, aparece un resultado relevante. Perú no presenta niveles de incertidumbre particularmente distintos de los observados en Chile o en el resto de Latinoamérica en los últimos años. Incluso con la rotación presidencial de los últimos años, Perú exhibe niveles menores desde 2020 —en promedio— en el índice que Chile y ligeramente superiores al resto de la región. Es decir, pese a los frecuentes conflictos entre el Congreso y el Ejecutivo, las renuncias e inhabilidades presidenciales y los sucesivos cambios de gobierno, la incertidumbre en Perú no parece haber sido excepcional dentro de la región.

Gráfico N°3: World Uncertainty Index para Chile, Perú y Latinoamérica



Fuente: Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). Elaboración CEF.

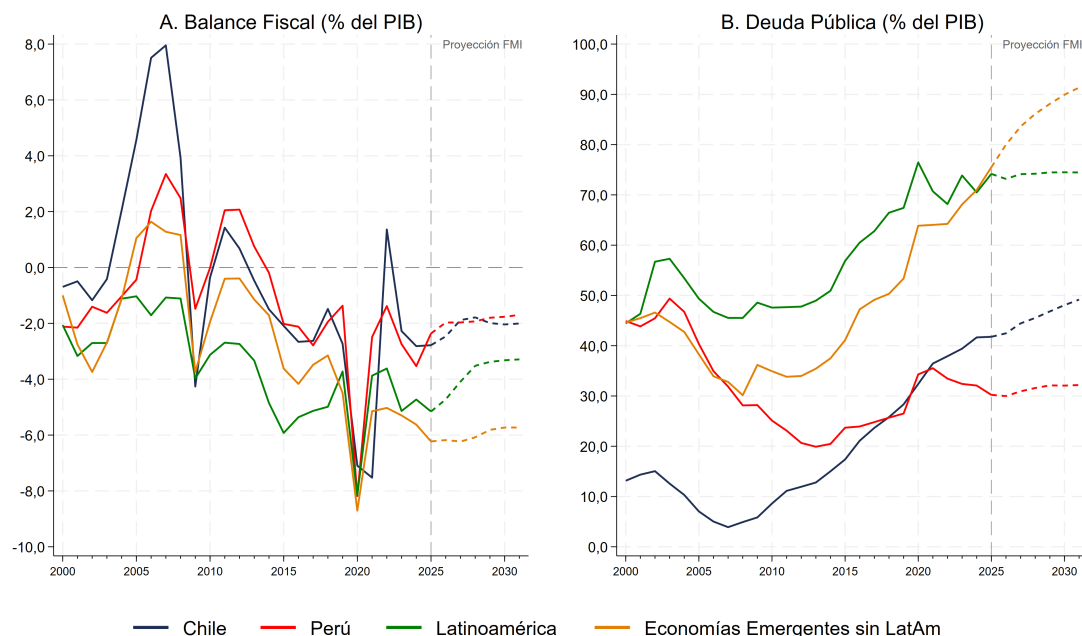
Donde sí se diferencia Chile y Perú del resto de Latinoamérica corresponde a su política fiscal. Como muestra el Gráfico N°4, tanto Chile como Perú han mantenido, en promedio, balances fiscales considerablemente menos deficitarios que Latinoamérica y las economías emergentes². Entre 2000 y 2025, el balance fiscal promedió -0,5 % del PIB en Chile y -1,1 % en Perú, frente a -3,6 % en Latinoamérica y -2,9 % en las economías emergentes. Esta diferencia se mantendría hacia adelante ya que entre 2026 y 2031, el FMI proyecta déficits promedio de 2,0 % del PIB para Chile y 1,9 % para Perú, bastante por debajo del 3,7 % proyectado para Latinoamérica y del 5,6 % para las economías emergentes.

La trayectoria de la deuda pública entrega una señal similar, aunque con diferencias importantes entre Chile y Perú. Perú realizó un significativo proceso de reducción de deuda durante la década de 2000 y comienzos de la siguiente ya que esta pasó desde 44,9 % del PIB en 2000 a 19,9 % en 2013, una caída de aproximadamente 25 puntos porcentuales. Chile había realizado buena parte de este ajuste con anterioridad y lo profundizó durante la década de 2000, reduciendo su deuda desde 13,1 % del PIB en 2000 hasta apenas 3,9 % en 2007. En ambos casos, este proceso coincidió con el superciclo de las materias primas y los elevados precios de los metales, particularmente del cobre. Sin embargo, las trayectorias recientes difieren. Mientras la deuda peruana registró 30,2 % del PIB en 2025 y el FMI proyecta que permanezca relativamente estable, alcanzando 32,2 % en 2031, la deuda chilena aumentaría desde 41,8 % a 49,2 % del PIB en el mismo período. Pese a ello, ambas continuarían ampliamente por debajo de los niveles proyectados

²Excluyen a las economías emergentes latinoamericanas que se muestran en el Gráfico N°4 por sí solas. Ídem en el Gráfico N°5. Además, cabe señalar que los promedios corresponden a promedios ponderados calculados por el FMI utilizando el PIB nominal de cada país como ponderador. En consecuencia, economías de mayor tamaño, como Brasil y Argentina en Latinoamérica y China y la India entre las economías emergentes, tienen una mayor incidencia en los resultados.

para Latinoamérica y las economías emergentes, que hacia 2031 alcanzarían aproximadamente 74,5 % y 91,3 % del PIB, respectivamente.

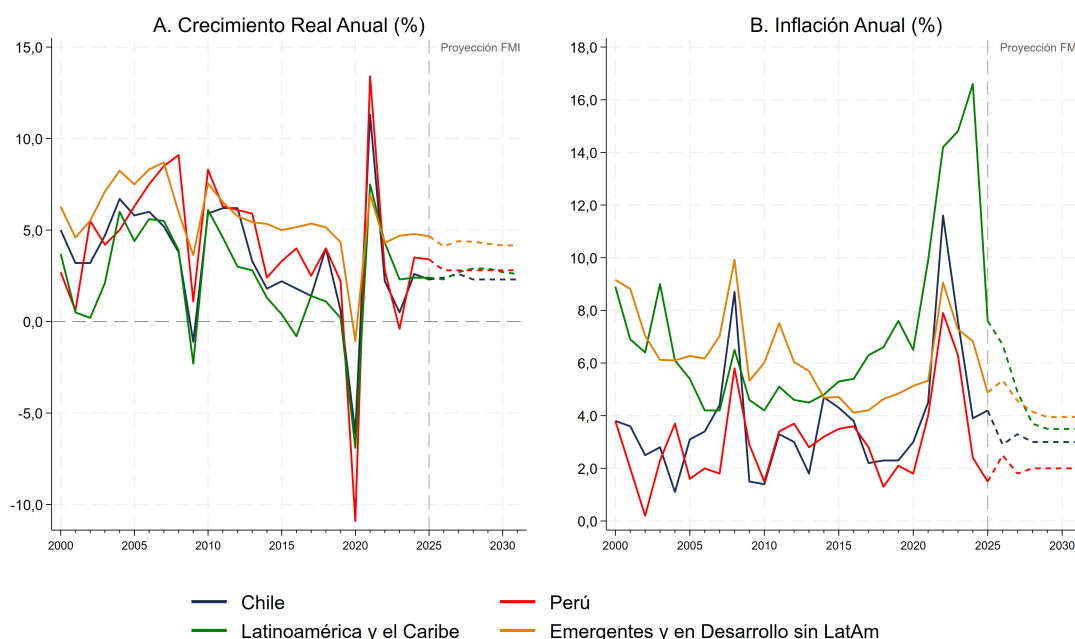
Gráfico N°4: Situación Fiscal para Chile, Perú y Latinoamérica



Fuente: FMI. Elaboración CEF.

Las diferencias respecto del resto de la región tampoco se limitan al ámbito fiscal. Como muestra el Gráfico N°5, Perú ha combinado durante las últimas décadas un crecimiento relativo elevado y una inflación comparativamente baja. Entre 2000 y 2025, la economía peruana creció en promedio 4,1 % anual, por sobre el 3,4 % de Chile y el 2,4 % de Latinoamérica y el Caribe, aunque por debajo del 5,6 % registrado por las economías emergentes y en desarrollo. Al mismo tiempo, la inflación peruana promedió 3,0 %, inferior al 3,8 % de Chile, al 7,2 % de Latinoamérica y al 6,3 % de las economías emergentes. Asimismo, su inflación fue menos volátil que Chile y Latinoamérica.

Gráfico N°5: Crecimiento Económico e Inflación en Chile, Perú y Latinoamérica



Fuente: FMI. Elaboración CEF.

El desempeño inflacionario de Perú resulta particularmente relevante al considerar que este promedio se encuentra muy próximo al rango meta de inflación de entre 1 % y 3 % establecido por el Banco Central de Reserva del Perú. Esto contrasta fuertemente con lo observado durante las décadas anteriores. Entre 1980 y 1999, la inflación peruana promedió 644,6 %, marcada especialmente por los episodios de hiperinflación de fines de la década de 1980 e inicios de la de 1990. En particular, la inflación anual alcanzó 3.398 % en 1989, 7.481 % en 1990 y 410 % en 1991. De esta forma, la estabilidad de precios observada durante las últimas décadas representa un cambio sustancial respecto de la experiencia inflacionaria previa del país.

Las proyecciones del FMI apuntan a que esta estabilidad en crecimiento económico y de precios continuaría en los próximos años. Entre 2026 y 2031, Perú crecería en promedio 2,8 % anual, frente a 2,4 % en Chile y 2,7 % en Latinoamérica, mientras que su inflación promediaría aproximadamente 2,1 %. Para Chile, la inflación proyectada sería de 3,0 % en promedio, 4,3 % para Latinoamérica y también para economías emergentes. De esta forma, pese a la elevada inestabilidad política descrita anteriormente, Perú ha mantenido durante buena parte de las últimas décadas fundamentos fiscales y monetarios relativamente sólidos, una característica que ayuda a entender por qué el mercado continúa asignándole un riesgo soberano muy similar a Chile y sustancialmente menor al observado en gran parte de la región.

Posibles razones del funcionamiento macroeconómico de Perú pese a la elevada inestabilidad política

La pregunta que surge es por qué, si Perú presenta tal nivel de inestabilidad política, medida mediante la rotación presidencial, aquella inestabilidad no se traduce en indicadores macroeconómicos severamente deteriorados.

Una explicación relevante de este aparente desacople corresponde a la continuidad de las instituciones responsables de la conducción económica. El Banco Mundial (2023) señala que, pese a la turbulencia política, las principales instituciones económicas y el sistema nacional de gestión financiera pública se habían mantenido en gran medida al margen de sus efectos. El organismo describe a las instituciones monetarias y fiscales como “islas de efectividad”, caracterizadas por la meritocracia y la autonomía constitucional. Estas “islas de efectividad” habrían permitido evitar cambios radicales en la política macroeconómica y fiscal. Asimismo, destaca que, pese a la elevada rotación en distintos ministerios, existió continuidad a nivel técnico en el Ministerio de Economía y Finanzas. Estos antecedentes permiten comprender por qué los frecuentes cambios en la conducción política no necesariamente han supuesto alteraciones equivalentes en la conducción económica.

Una interpretación similar presenta el Fondo Monetario Internacional (2023), que atribuye a la solidez de los marcos de política económica y a la capacidad de sus responsables la preservación de la confianza de los mercados durante la crisis política de fines de 2022. En particular, el organismo destaca que la reacción financiera fue acotada, con un aumento de los precios de las acciones, una depreciación moderada del tipo de cambio y un spread EMBI relativamente estable. De esta manera, tanto el Banco Mundial como el FMI entenderían el desacople entre crecimiento económico y política como el resultado de una institucionalidad económica que ha mantenido cierta continuidad frente a la elevada rotación política.

En ese sentido, lo señalado por el Banco Mundial y el FMI va en línea con lo mencionado en la sección anterior. Perú ha experimentado un continuo ordenamiento de su política fiscal desde la década de los 2000, convergiendo a niveles muy similares a los de Chile en términos de balance fiscal y, por consiguiente, de deuda pública. Asimismo, esta última ya se encuentra por debajo de la chilena y se proyecta que así se mantenga, al menos, durante el próximo quinquenio. Como consecuencia, el riesgo país asociado a su probabilidad de default se encuentra significativamente por debajo del resto de Latinoamérica y en niveles similares al riesgo chileno. Dado lo anterior, las tasas de interés soberanas de Perú son también significativamente más bajas que las del resto de Latinoamérica, lo que, al constituir un benchmark para el resto de la economía, permite menores costos de financiamiento y favorece la inversión en distintos proyectos, así como también el consumo interno y, por consiguiente, el crecimiento económico.

Otra posible respuesta viene desde el lado inflacionario y sus implicancias para el tipo de cambio. Como se señaló en la sección anterior, luego de los episodios de hiperinflación de finales de la década de los 80 y principios de los 90, la inflación peruana fue convergiendo hacia tasas anuales de un dígito. Es así como, desde el año 2000, la inflación se ha mantenido prácticamente

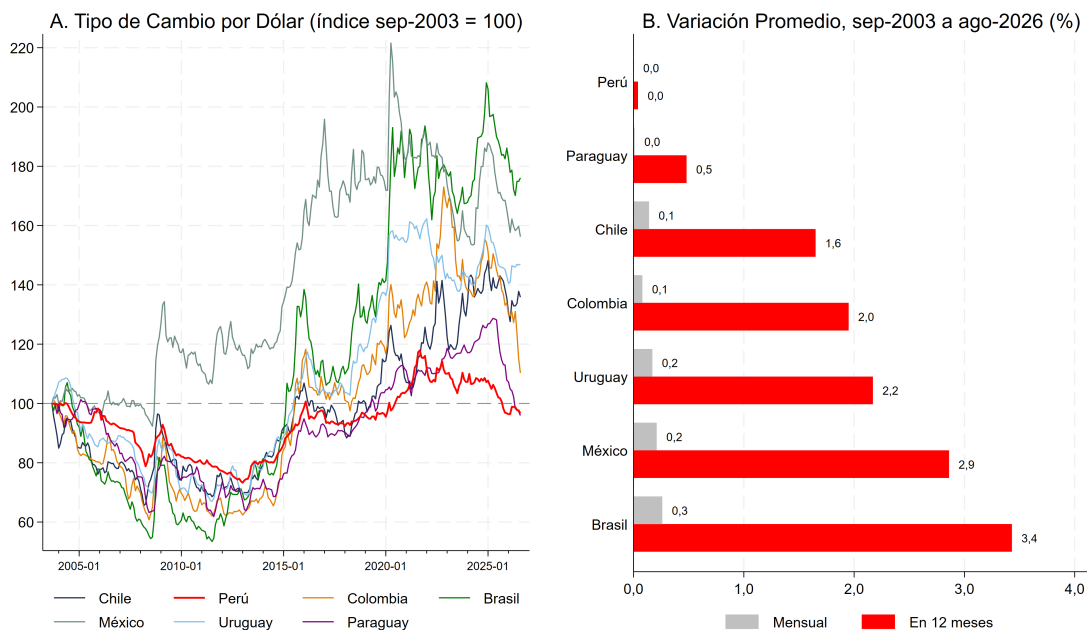
dentro del rango meta del Banco Central peruano y ha presentado una baja volatilidad. Esto ha permitido que la política monetaria en Perú sea relativamente estable, situación que también ha implicado, dentro de otras razones, un tipo de cambio comparativamente poco volátil.

Relacionado con esto último, es relevante considerar que el tipo de cambio constituye una de las principales variables de ajuste de corto plazo ante nueva información y shocks que afectan a la economía. Esto ocurre porque, a diferencia de los precios de los bienes y servicios de la economía real, que presentan una mayor rigidez y requieren tiempo para ajustarse, el tipo de cambio corresponde al precio de un activo financiero y puede reaccionar prácticamente de manera inmediata. Sin embargo, su evolución no depende únicamente de la política monetaria, sino también de factores como la inflación y sus expectativas, las tasas de interés y crecimiento económico externo, los términos de intercambio, la percepción de riesgo fiscal, los flujos de capital, entre otros. Por ello, que el tipo de cambio actúe como variable de ajuste no implica necesariamente una elevada volatilidad. Cuando varios de sus determinantes son relativamente estables, como ha ocurrido en Perú con el crecimiento, la política fiscal, la inflación y con la conducción de la política monetaria, también se reduce la magnitud de los ajustes cambiarios asociados a esos factores.

La estabilidad del tipo de cambio resulta particularmente relevante para la economía real y, especialmente, para una economía exportadora como la peruana. Esto porque una parte importante de la producción requiere de bienes intermedios, maquinaria, equipos e insumos importados que no son producidos localmente o no cuentan con sustitutos domésticos equivalentes. Este es el caso de actividades relevantes para la economía peruana, como la minería y la agricultura, que utilizan insumos y bienes de capital provenientes del exterior. En consecuencia, una menor volatilidad cambiaria reduce la incertidumbre respecto del costo en moneda local de estos bienes, facilita la planificación de las empresas y disminuye una fuente relevante de variación de sus costos de producción. De esta manera, la estabilidad cambiaria no solo tiene implicancias financieras, sino que también contribuye a generar un entorno más estable para la inversión y la producción de los sectores exportadores.

En ese sentido, la inflación controlada que ha experimentado Perú y, en consecuencia, el mayor anclaje de las expectativas inflacionarias, han contribuido a reducir la necesidad de ajustes abruptos de la política monetaria y, con ello, una importante fuente de volatilidad cambiaria. La otra tasa relevante corresponde a la externa, típicamente representada por la tasa de política monetaria de la Reserva Federal. Al igual que Perú, Estados Unidos ha presentado, en promedio, una inflación relativamente estable durante las últimas décadas, contribuyendo también al anclaje de las expectativas inflacionarias. Consistente con lo anterior, de acuerdo con los datos del Banco Central de Reserva del Perú, desde el inicio de su serie en septiembre de 2003, la variación promedio del tipo de cambio peruano ha sido prácticamente 0 %, tanto en términos mensuales como en su variación a doce meses y con menor variación que monedas de otras economías latinoamericanas, seguido por Paraguay y Chile como muestra el Gráfico N°6.

Gráfico N°6: Variaciones del Tipo de Cambio Nominal en Brasil, Chile, Colombia, Perú y resto de Latinoamérica



Fuente: BCCh. Elaboración CEF.

Si bien Perú destaca a nivel regional en indicadores fiscales e inflacionarios, también lo hace en un indicador relacionado con el mercado laboral, aunque en este caso de manera negativa, la informalidad; el sector informal en Perú representa una parte importante del producto. De acuerdo con la última estimación disponible del Banco Mundial, en 2020 la informalidad representó un 42,6 % del PIB peruano. Como contraste, en Chile aquella cifra alcanzó un 15,4 %, mientras que para Latinoamérica fue de 33,7 % en promedio. Sin embargo, Perú ha mostrado avances en esta materia. Mientras en el año 2000 la economía informal representaba un 55,8 % de su PIB y Perú se ubicaba como el tercer país con mayor informalidad entre los 26 países latinoamericanos con información disponible, para 2020 esta participación había disminuido en 13,2 puntos porcentuales, ubicándose en el sexto lugar de la región como muestra la Tabla N°1.

Tabla N°1: Medidas de Informalidad en Perú y Latinoamérica

Medida	Economía	2000	2010	2020	2024
Informalidad (% del PIB), estimación Banco Mundial	Perú	55,8	51,0	42,6	s/d
	Chile	19,8	17,6	15,4	s/d
	Latam (promedio)	38,3	36,6	33,7	s/d
	<i>Ranking de Perú en Latam</i>	3° de 26	3° de 26	6° de 26	s/d
Autoempleo (% del empleo total), estimación OIT	Perú	64,5	58,0	55,9	51,7
	Chile	26,8	23,9	25,1	24,0
	Latam (promedio)	36,1	35,0	36,0	34,7
	<i>Ranking de Perú en Latam</i>	3° de 31	7° de 31	3° de 31	4° de 31
Empleo informal (% del empleo total), estimación OIT	Perú	s/d	76,9	70,1	70,5
	Chile	s/d	s/d	25,3	26,4
	Latam (promedio)	77,8	65,5	54,8	49,9
	<i>Ranking de Perú en Latam</i>	s/d	6° de 16	3° de 18	3° de 21

Nota: Las estimaciones del Banco Mundial para la informalidad como % del PIB terminan en 2020, razón por la cual, 2024 no presenta datos.

Fuente: Banco Mundial y OIT. Elaboración CEF.

Al considerar directamente el empleo informal, las diferencias son aún más evidentes. Como muestra la Tabla N°1, en 2024 este representaba un 70,5 % del empleo total en Perú, frente a un 26,4 % en Chile y un 49,9 % en promedio para Latinoamérica. Si bien la cifra peruana disminuyó respecto del 76,9 % registrado en 2010, se mantuvo prácticamente sin cambios respecto de 2020. De esta manera, pese a los avances macroeconómicos descritos anteriormente, alrededor de siete de cada diez trabajadores peruanos continúan desempeñándose en condiciones de informalidad.

Esta característica podría contribuir a explicar parte del aparente desacople entre la economía y la política en Perú. Cuando una proporción importante de las actividades económicas opera al margen del sistema, los cambios en este podrían tener una incidencia directa más acotada sobre las mismas. En particular, para un trabajador independiente, la rotación presidencial o los conflictos entre el Ejecutivo y el Congreso podrían tener efectos inmediatos limitados, siempre que no alteren significativamente la demanda que enfrenta ni las condiciones que le permiten trabajar. Bajo esta hipótesis, la informalidad reduciría la exposición de una parte de la economía a determinadas decisiones políticas y administrativas.

Asimismo, el empleo informal puede funcionar como una alternativa para quienes pierden un trabajo formal o no logran acceder a uno. Ante un deterioro de las condiciones económicas, parte del ajuste podría producirse mediante un desplazamiento hacia el autoempleo y otras ocupaciones informales, así como mediante menores ingresos, en lugar de traducirse íntegramente en un aumento del desempleo. Esto permitiría que parte de la actividad continuara, aunque en condi-

ciones de menor productividad y protección laboral.

Sin embargo, esta interpretación tiene límites importantes. Los trabajadores informales siguen dependiendo del desempeño del resto de la economía, tanto por la demanda de sus productos y servicios como por el costo de sus insumos. También se ven afectados por la inflación, la inseguridad, las interrupciones del transporte y las deficiencias de los servicios públicos. Por ello, la informalidad podría ayudar a entender una menor transmisión inmediata de ciertos episodios de inestabilidad política, pero no constituye por sí sola una explicación del crecimiento peruano. Más aún, su persistencia puede reflejar las dificultades del Estado para generar condiciones que favorezcan la formalización y el crecimiento de las empresas, limitando las posibilidades de desarrollo de largo plazo.

Desafíos existentes para Perú y lecciones para Chile

Lo señalado en el párrafo anterior concuerda con lo expuesto por el FMI en 2025. La capacidad de preservar la estabilidad macroeconómica no implica que la inestabilidad política carezca de costos ni que sus efectos puedan contenerse indefinidamente. El organismo señaló que la persistente fragmentación política podría continuar dificultando la implementación de reformas estructurales y que el incumplimiento de las metas fiscales, junto con la aprobación de iniciativas legislativas sin financiamiento, podría debilitar el marco fiscal. Es decir, si bien la continuidad de la conducción económica ha permitido amortiguar parte de los efectos de la inestabilidad política, su persistencia representa un riesgo para los mismos fundamentos institucionales que han sostenido el desempeño de la economía peruana.

En ese sentido, ya en 2023 el Banco Mundial señalaba que las tasas de crecimiento se habían reducido respecto de las observadas antes de la pandemia. En consecuencia, es plausible sostener que, si bien estas instituciones macroeconómicas han permitido preservar la estabilidad y evitar un deterioro mayor frente a la persistente inestabilidad política, esta última igualmente podría haber contribuido a mermar el crecimiento económico peruano, particularmente a través de sus efectos sobre la capacidad de implementar reformas y elevar la productividad.

Además, el desempeño reciente debe interpretarse considerando el favorable contexto externo. El FMI (2026) señala que Perú se ha beneficiado de los términos de intercambio más favorables desde la década de 1950, impulsados por los elevados precios de los metales, que han favorecido la demanda interna y fortalecido las posiciones fiscal y externa. Este antecedente sugiere que la resiliencia observada combina la fortaleza de sus instituciones económicas con condiciones externas particularmente favorables que, dada la inherente volatilidad de precios de materias primas, podría considerarse transitoria. Por lo tanto, el buen desempeño macroeconómico reciente no permite concluir que la inestabilidad política sea irrelevante para el crecimiento económico en el caso de Perú, más aún considerando que este desempeño se ha dado en un contexto de condiciones externas muy favorables en términos históricos.

Asimismo, el informe del FMI de 2026 plantea que uno de los principales desafíos de Perú hacia adelante corresponde a preservar la estabilidad fiscal y financiera. Bajo este contexto, identifica

entre los principales riesgos domésticos la incertidumbre política y el malestar social, factores que además pueden retroalimentarse. La incertidumbre política representa un riesgo precisamente porque puede debilitar aquellas “islas de efectividad” que Perú ha construido durante las últimas décadas, particularmente sus sólidas instituciones macroeconómicas. Las presiones sobre instituciones independientes, como el Banco Central, pueden erosionar la credibilidad y confianza acumuladas. A su vez, el malestar social puede favorecer iniciativas de corto plazo que tensionen estos marcos institucionales, especialmente cuando la baja efectividad de los gobiernos profundiza la desconfianza de la población. Un ejemplo señalado por el propio FMI corresponde a los retiros de fondos de pensiones³, respecto de los cuales el informe de 2026 plantea que deben prohibirse hacia adelante, una recomendación que ya había sido enfatizada en el informe de 2025. De esta manera, puede configurarse un círculo vicioso entre menor efectividad gubernamental, mayor desconfianza, creciente fragmentación política y un progresivo debilitamiento institucional.

En esa misma línea, el informe recomienda continuar avanzando en reformas políticas que reduzcan la fragmentación y favorezcan una mayor estabilidad. Esta recomendación resulta especialmente pertinente para la discusión chilena. El informe del FMI para Chile de 2026 también enfatiza la conveniencia de avanzar mediante acuerdos amplios y con un enfoque pragmático, al mismo tiempo que identifica la polarización y la fragmentación política entre los riesgos internos para el país. Si bien, a diferencia del caso peruano, el informe no plantea explícitamente una reforma al sistema político orientada a reducir la fragmentación, avanzar hacia un marco institucional que facilite la construcción de acuerdos podría complementar las reformas económicas necesarias para elevar nuevamente el crecimiento de largo plazo de Chile.

Así, el caso peruano resulta relevante para Chile por varias razones. En primer lugar, por su importancia como socio comercial. Además de ser un país vecino, Perú constituye, después de Brasil, el segundo destino más importante para las exportaciones chilenas de bienes y servicios en Latinoamérica y el octavo al considerar el total de socios comerciales. Asimismo, ambos países forman parte de la Alianza del Pacífico, que corresponde al séptimo destino de las exportaciones chilenas al considerar conjuntamente países y bloques comerciales⁴. En consecuencia, dada la relevancia económica de Perú para Chile, su crecimiento también resulta de interés para el desempeño de la economía chilena.

En segundo lugar, Perú constituye un punto de comparación particularmente relevante por tratarse, al igual que Chile, de una economía minera y exportadora de cobre. Ambos países se beneficiaron del superciclo de las materias primas durante la primera década de los 2000 y actualmente enfrentan nuevamente un escenario de elevados precios de los metales. En este contexto, la experiencia peruana muestra la oportunidad que este escenario representa para Chile, que además no enfrenta el grado de inestabilidad política observado en Perú. Como señala el FMI, avanzar mediante acuerdos amplios y con un enfoque pragmático podría contribuir a faci-

³En Perú se han hecho ocho retiros extraordinarios de los fondos AFP entre 2020 y 2025. El último se aprobó en septiembre de 2025. Contra los fondos que quedan hoy, lo retirado equivale a cerca del 111 %. Es decir, se ha sacado más de lo que queda en el sistema, y lo retirado equivale a cerca de un 13 % del PIB (En Chile, los tres retiros aprobados equivalen a cerca de un 16 % del PIB).

⁴Ver *Informe Comercial 2025: Comercio Exterior de Chile* de la Subsecretaría de Relaciones Económicas Internacionales.

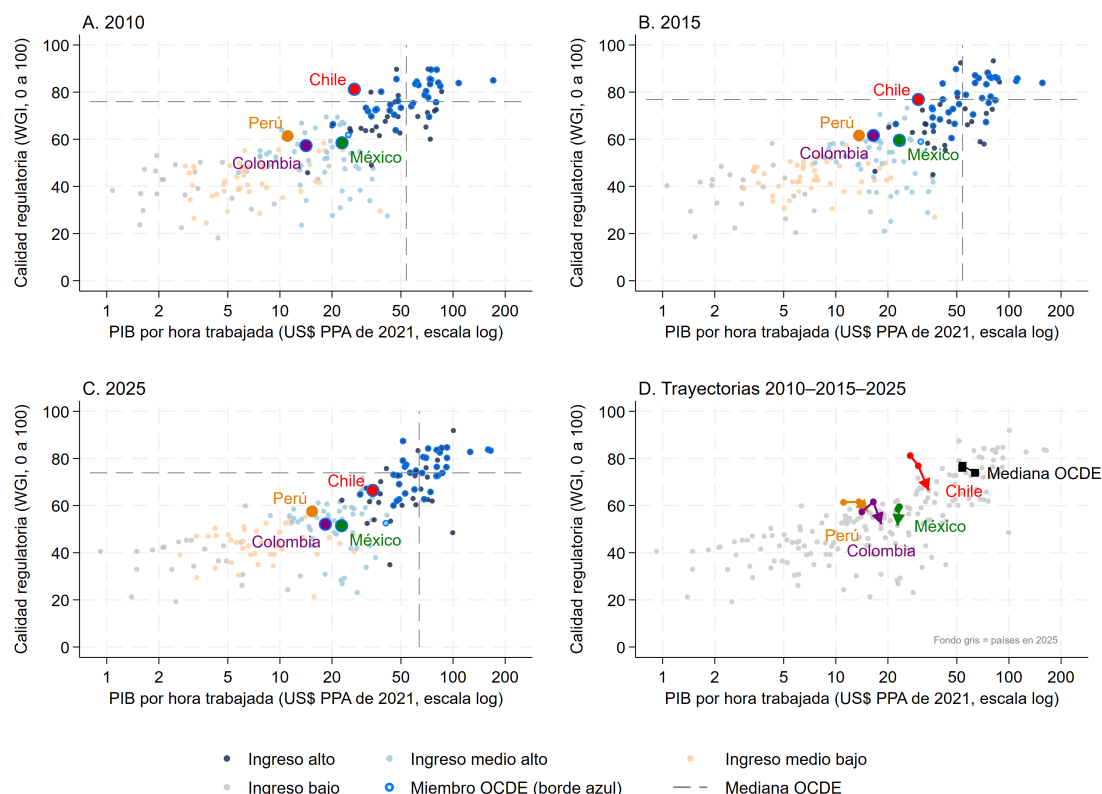
litar las reformas necesarias para recuperar un mayor crecimiento de largo plazo. A ello se suma el desafío particular que enfrenta la minería chilena debido a la disminución de las leyes del mineral⁵ y a la necesidad de mayores niveles de inversión, especialmente frente a Perú, donde una parte importante de las operaciones mineras es más reciente y presenta leyes comparativamente más altas.

En tercer lugar, y quizás más importante, la experiencia peruana refuerza la relevancia de las instituciones y de los fundamentos macroeconómicos. Es plausible pensar que, en ausencia de las instituciones económicas que Perú ha construido durante las últimas décadas, el impacto de su inestabilidad política en el crecimiento habría sido considerablemente mayor. Precisamente, una de las principales conclusiones de este análisis es que la estabilidad macroeconómica peruana no se ha mantenido porque la política sea irrelevante, sino porque determinadas instituciones han logrado preservar su funcionamiento incluso frente a una elevada inestabilidad política. Chile construyó instituciones de este tipo durante las últimas décadas y todavía cuenta con ellas, por lo que el desafío consiste no solo en preservarlas, sino también en reforzarlas, ya que al menos desde el punto de vista de la calidad regulatoria, Chile ha sufrido un deterioro significativo en la última década. De acuerdo con el indicador de calidad regulatoria del Banco Mundial, Chile entre 2010 y 2025 cae 14,8 puntos en este indicador contra 3,0 de la mediana de países OCDE como muestra el Gráfico N°7. Es la mayor caída de los 38 miembros, seguida de España (-12,6) y Hungría (-12,4), y la quinta mayor entre 209 países. Además, Chile pasó de estar sobre la OCDE a estar bajo ella. Estaba alrededor de 5 puntos sobre la mediana OCDE hasta 2013, la igualó en 2015 y desde 2021 está entre 7 y 8 puntos por debajo (-7,5 en 2025). Este deterioro coincide con el mismo período en el cual el crecimiento de Chile empieza a ralentizarse⁶.

⁵Ver IPoM de Junio y Septiembre 2026.

⁶No implica causalidad, sino que solo correlación. Existen muchos factores que pueden incidir en aquello, tanto de la economía doméstica, así como externos.

Gráfico N°7: Calidad Regulatoria (WGI Banco Mundial) vs Productividad (PIB PPA 2021 por Hora Trabajada)



Fuente: WGI Banco Mundial y OIT. Elaboración CEF.

Estas instituciones constituyen un piso fundamental para sostener el crecimiento de largo plazo. No son suficientes por sí solas para generarlo, pero sí entregan las condiciones mínimas sobre las cuales este puede construirse. Construir credibilidad y confianza institucional requiere décadas, mientras que deteriorarlas puede tomar mucho menos tiempo como ilustra caso chileno. En este sentido, la experiencia peruana constituye un ejemplo especialmente ilustrativo de por qué, incluso en contextos políticos extremos, contar con instituciones macroeconómicas sólidas importa para preservar la estabilidad y sostener las condiciones necesarias para el crecimiento. Como muestra el gráfico anterior, durante los últimos 15 años Perú ha registrado un deterioro muy acotado en calidad regulatoria. Chile, en contraste, ha experimentado una caída considerablemente mayor, pasando desde niveles superiores a la mediana de la OCDE en 2010 a ubicarse por debajo de ella en 2025. En consecuencia, la distancia entre Chile y Perú se ha reducido sustancialmente durante el período, principalmente como consecuencia del deterioro chileno. Sin embargo, Chile aún mantiene una ventaja respecto de Perú en este indicador, la que no puede darse por garantizada. Evitar que estas instituciones continúen deteriorándose constituye un requisito mínimo para recuperar las condiciones que permitan sostener un mayor crecimiento de largo plazo.

Referencias

Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The world uncertainty index (No. w29763). National bureau of economic research.

Ghurra, O. (2023). Caracterización de los trabajadores informales del Perú: ¿dónde se encuentran y cuánto ganan? Moneda, (196), 56–62. Banco Central de Reserva del Perú.

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. “Chile: 2026 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Chile”, IMF Staff Country Reports 2026.

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. “Peru: 2023 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Peru”, IMF Staff Country Reports 2023, 123 (2023).

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. “Peru: 2025 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report”, IMF Staff Country Reports 2025, 125 (2025).

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept., and International Monetary Fund. Strategy, Policy, & Review Department “Peru: 2026 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Peru”, IMF Staff Country Reports 2026, 113 (2026).

World Bank. Peru - Country Partnership Framework for the Period FY23-FY27 (English). Washington, D.C.: World Bank Group. <http\protect\protect\leavevmode@ifvmode\kern+.2222em\relax//documents.worldbank.org/curated/en/099150001232325672>.

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES



CENTRO
**ESTUDIOS
FINANCIEROS**

OCTUBRE 2026



INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MODIFICACIONES LEGALES OCTUBRE

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

ÁREA TRIBUTARIA – Entrada en vigencia de las principales normas de la reforma tributaria

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

El 17 de octubre de 2026 se publicó en el Diario Oficial la Ley N° 21.850, Ley para la Reconstrucción Nacional y el Desarrollo Económico y Social.

A continuación, se resumen la entrada en vigencia y duración de las principales normas contenidas en la ley:

Tabla N°1: Entrada en vigencia de las principales normas de la reforma tributaria

Materia	Entrada en vigencia	Rige hasta	Comentarios		
Rebaja del Impuesto de Primera Categoría	01/11/2026 (Rebaja del IDPC)	Permanente	Tasa del IDPC y restitución del crédito por año comercial (AC):		
	01/01/2027 (Integración tributaria)		AC	IDPC	Restitución
			2026	27 %	35 %
			2027	25,5 %	30 %
			2028	24 %	20 %
			2029 y ss.	23 %	0 %
Integración total desde el AC 2029.					
Exención de contribuciones para mayores de 65 años	01/01/2027	Permanente	Beneficia a una sola vivienda, correspondiente a la residencia principal del contribuyente.		
Rebaja del 50 % del impuesto a las donaciones	01/12/2026	01/12/2027	Una única escritura puede reunir varias donaciones. El beneficiario debe ser legitimario o asignatario de la cuarta de mejoras, como el cónyuge, hijos o nietos.		

Continúa en la página siguiente.

Tabla N°1 (continuación)

Materia	Entrada en vigencia	Rige hasta	Comentarios
Exención transitoria del IVA a la venta de viviendas nuevas	01/12/2026	01/12/2027	Requisitos: (i) destino habitacional; (ii) primera enajenación; (iii) recepción definitiva a más tardar el 17/10/2026; y (iv) escritura de compraventa o promesa otorgada durante la vigencia de la exención.
Impuesto único del 5 % al arriendo de terceras y siguientes viviendas de hasta 90 m²	01/01/2027	Permanente	El contrato de arrendamiento debe celebrarse entre personas no relacionadas.
Impuesto único del 5 % al arriendo de terceras y siguientes viviendas de hasta 140 m²	17/10/2026	17/10/2027	La adquisición debe corresponder a la primera transferencia de dominio del inmueble.
Eliminación del impuesto a las ganancias de capital	01/01/2027	Permanente	Comprende acciones de sociedades anónimas abiertas chilenas y cuotas de fondos de inversión con presencia bursátil, además de cuotas de fondos mutuos cuya cartera esté integrada por esos valores.
Repatriación de capitales	01/01/2027	01/01/2028	Declaración de bienes y rentas mantenidos en el extranjero, sujetos a un impuesto único: 10 %: tasa general. 7 %: cuando los recursos ingresan al país y permanecen invertidos en Chile.
Impuesto sustitutivo del 10 % sobre retiros en exceso del FUT y saldos de FUR y STUT	17/10/2026	17/06/2027	Los saldos históricos de STUT y FUR acogidos al régimen pasan al registro REX, sin orden de imputación. Se eliminan los registros de retiros en exceso acogidos al impuesto.

Continúa en la página siguiente.

Tabla N°1 (continuación)

Materia	Entrada en vigencia	Rige hasta	Comentarios	
Invariabilidad tributaria para inversionistas nacionales y extranjeros	01/01/2027	Según el monto de inversión	Duración según inversión:	
			Inversión	Plazo
			US\$ 50–100 MM	10 años
			US\$ 100–350 MM	15 años
			US\$ 350 MM o más	20 años
El plazo comienza con la puesta en marcha del proyecto, desde el ejercicio en que se perciban o devenguen ingresos brutos del giro.				
Condonación de intereses y multas ante la Tesorería General de la República	17/10/2026	15/04/2027	Para deudas vencidas al 31/12/2025 por impuestos y multas cuya cobranza corresponda a Tesorería, incluidas contribuciones, IDPC, IVA e impuestos a las herencias y donaciones.	
Condonación de intereses y multas de deudas municipales	01/12/2026	01/12/2027	Comprende obligaciones municipales devengadas entre el 01/01/2023 y el 01/01/2026.	
Crédito por enfermedades catastróficas	01/01/2027	Permanente	Tope de 150 UTM por trabajador durante toda la relación contractual.	
Crédito por remuneraciones pagadas	01/11/2026	Permanente	Dirigido a empresas exportadoras de servicios del conocimiento vinculados con la economía digital.	

Fuente: [Fontaine & Cía.](#)

BOOK REVIEW



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

OCTUBRE 2026

“The Civilization of Commerce. Invisible Hands and The Pursuit of Happiness”



“The Civilization of Commerce. Invisible Hands and The Pursuit of Happiness”

Ángel Soto

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

En la portada del libro *The Civilization of Commerce* hay una pintura impresionista: una avenida de una gran ciudad a comienzos del siglo XX, con edificios, carruajes y transeúntes, y al fondo la aguja de una iglesia. El comercio y algo que lo trasciende aparecen en el mismo encuadre. La imagen no es casual, porque resume la tesis del libro.

Su autor, el australiano Samuel Gregg, preside el American Institute for Economic Research, donde ocupa la Cátedra Friedrich Hayek de Economía e Historia Económica. Es doctor en filosofía moral y economía política por Oxford y miembro de la Mont Pèlerin Society. Durante años dirigió la investigación del Acton Institute y en 2024 recibió el Bradley Prize. Lo conocemos por varios de sus libros anteriores como *For God and Profit. How Banking and Finance Can Serve The Common Good*; y *Reason, Faith and the Struggle for Western Civilization*, entre otros. En Chile, algunas de sus columnas han sido publicadas en *El Mercurio*.

En este nuevo libro afirma que desde fines del siglo XVIII, la economía de mercado ha sacado de la pobreza a millones de personas que habrían estado condenadas a la miseria. Sin embargo, este modelo de progreso sigue bajo sospecha: se la acusa de generar injusticias y de un materialismo que —para algunos— empobrece el alma. Gregg no responde con más cifras de crecimiento, sino cambiando el marco de la discusión. En una entrevista reciente, sostuvo que: “Los mercados libres deben verse como parte de una empresa civilizatoria más amplia”, “y no como algo centrado principalmente en generar crecimiento económico”. El crecimiento importa, porque no hay civilización sin él, pero no basta para explicar ni para defender una economía libre (American Institute for Economic Research, [Free markets are about more than economic growth](#)).

Aprovechando que en este año 2026, se cumplen los 250 años de la publicación de *La riqueza de las naciones* (1776), Gregg vuelve a Adam Smith. Para el “padre de la economía”, la sociedad comercial de su tiempo era un avance civilizatorio porque traía *improvement*, una “mejora” que no se reducía a un mejor nivel de vida. Los pensadores de la Ilustración escocesa entendían que el comercio llegaba acompañado de estado de derecho, derechos de propiedad y gobierno limitado. Con eso venía también algo más difícil de medir: que la gente común tuviera acceso a la educación, la literatura y las cosas que hacen la vida más humana. No olvidemos que Smith era profesor de Teoría Moral y su libro anterior fue *La teoría de los sentimientos morales*. Gregg lo resume así: “El comercio es más que intercambio. Es más que libre empresa. Es más que negocios”. La mejora consiste en que más personas tengan más oportunidades de buscar la felicidad, porque son más libres, tienen más recursos y más tiempo, y conservan la ambición de hacerlo.

El segundo pilar en que basa su teoría, es el autor austríaco Frederick Hayek, quien en su ensayo *El uso del conocimiento en la sociedad*, señaló que ninguna persona, por brillante que sea, puede reunir todo el conocimiento disperso en una sociedad. La civilización es precisamente

ese conocimiento acumulado, y el mercado es el mecanismo que permite usarlo sin que nadie lo controle. Por eso Gregg presenta el comercio como la forma en que los individuos superan la ignorancia y el aislamiento. Quien haya leído *La riqueza de las naciones* reconocerá aquí la división del trabajo. Quien haya seguido a Niall Ferguson en *El triunfo del dinero* o a Fareed Zakaria en *La era de las revoluciones* encontrará la misma intuición: las sociedades que se abrieron al intercambio se abrieron también a nuevas ideas.

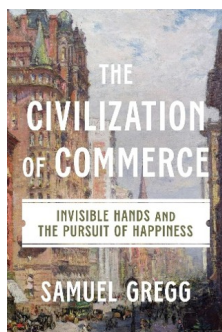
La parte más actual del libro trata sobre lo que amenaza a esta civilización, que Gregg considera frágil. Identifica dos adversarios permanentes. Los “rationalizers” creen que una autoridad central puede ordenar la vida económica desde arriba. Los “romántics” rechazan la complejidad e idealizan un mundo más pobre y menos libre. Ambos aparecen hoy con ropa nueva: el planificador que confía en la política industrial, o en que la inteligencia artificial por fin resolverá el problema del conocimiento, y el nostálgico de una comunidad cerrada y autosuficiente. Según Gregg, sus recetas terminan erosionando el estado de derecho, frenando la innovación y llevando a nuevas formas de servidumbre.

Su conclusión es exigente, actual y de un valor inmenso para los tiempos que vivimos. Defender la sociedad comercial requiere más que buenas políticas públicas. Requiere una cultura que valore el conocimiento, el dinamismo y las instituciones que hacen posibles la libertad, el orden y el crecimiento. Aquí aparece la principal pregunta que deja el libro. ¿Qué viene primero, las instituciones o la cultura? Douglass North puso el acento en las reglas del juego y Deirdre McCloskey en la dignidad que una sociedad le concede al burgués. Gregg parece inclinarse por una síntesis, pero el lector interesado en la evidencia empírica echará de menos un tratamiento más extenso de esa tensión. En América Latina, y en Chile en particular, sabemos que crecer no basta para legitimar el mercado. Esa lección le da a la tesis de Gregg una vigencia especial, pero también la pone a prueba.

El libro le habla directamente a quienes dirigen una empresa. Si el comercio es una empresa civilizatoria, cada compañía participa en ella, lo sepa o no. La pregunta queda abierta: ¿su organización se explica a sí misma solo en términos de rentabilidad, o puede mostrar de qué manera amplía las oportunidades de las personas para buscar la felicidad? Gregg sugiere que, en la respuesta, se juega mucho más que el próximo resultado trimestral.

Samuel Gregg

The Civilization of Commerce. Invisible Hands and The Pursuit of Happiness (Encounter Books, 2026, 330 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.