

CEFA ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO

N° 101



ECONOMÍA INTERNACIONAL

La otra cara del shock petrolero



ECONOMÍA NACIONAL

Primer Trimestre cambia el
escenario base para el resto
del año



MERCADO DE CAPITALES

El sistema financiero chileno
amortigua, no amplifica



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

El problema demográfico y la
urgencia de subir la edad legal
de pensión



TEMA DE ANÁLISIS

Índice de Precios de
Exportaciones Relevantes (IPER)



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

MAYO

BOOK REVIEW

“Tiempo de futuros. El
mañana no se predice: se
diseña”



ECONOMÍA INTERNACIONAL

La otra cara del shock petrolero



mayo 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El conflicto en Medio Oriente ha generado un nuevo shock petrolero global, impulsado tanto por el aumento del precio del crudo como por disrupciones en cadenas logísticas y de transporte energético. Si bien la mayoría de las economías enfrentan mayores presiones inflacionarias y un deterioro de las perspectivas de crecimiento, algunos países exportadores de petróleo podrían beneficiarse relativamente de este escenario, especialmente aquellos alejados geográficamente del conflicto y con capacidad de expandir su producción energética.

Shock petrolero y caso de Guyana

- El precio del petróleo aumentó cerca de 44 % entre febrero y marzo de 2026.
- El cierre del Estrecho de Ormuz ha intensificado el shock de oferta energético global.
- Guyana ha experimentado un fuerte crecimiento desde el inicio de su producción petrolera en 2019.
- Entre 2020 y 2025, el crecimiento promedio anual del PIB de Guyana superó el 37 %.
- El petróleo representó cerca del 76 % del PIB guyanés en 2025.

Perspectivas regionales y desafíos futuros

- Los altos precios del petróleo han fortalecido los aportes al fondo soberano de Guyana.
- La capacidad productiva del país continúa expandiéndose mediante nuevos proyectos offshore.
- Brasil y Argentina también podrían beneficiarse de una mayor demanda por proveedores alternativos.
- La persistencia del shock dependerá de la duración del conflicto y del daño sobre infraestructura energética.
- El manejo institucional de las rentas petroleras aparece como un desafío clave para la región.

Conclusión. El actual shock petrolero ha generado importantes costos económicos globales, pero también podría abrir oportunidades relativas para países exportadores de energía fuera de Medio Oriente. El caso de Guyana muestra cómo un contexto de altos precios internacionales puede amplificar los beneficios asociados a una expansión productiva ya en marcha. En Sudamérica, economías como Brasil y Argentina también podrían verse favorecidas por este nuevo escenario energético, aunque la sostenibilidad de estos beneficios dependerá tanto de la evolución del conflicto como de la capacidad institucional para administrar adecuadamente las rentas provenientes de recursos naturales.

La otra cara del shock petrolero

A raíz del conflicto en Medio Oriente, se ha producido la destrucción de infraestructura crítica vinculada a la producción y transporte de petróleo y derivados, junto con el cierre del Estrecho de Ormuz, uno de los principales puntos estratégicos para el comercio energético mundial. Este escenario ha generado importantes presiones de costos a nivel global, tanto por el aumento en los precios de la energía como por las interrupciones en las cadenas logísticas y comerciales internacionales derivadas del conflicto.

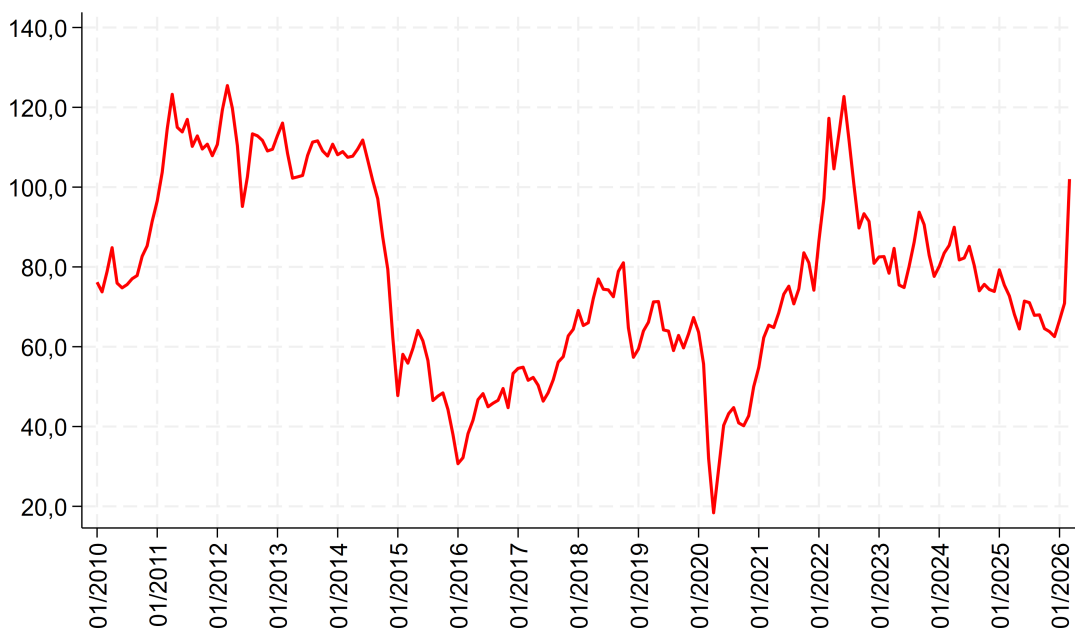
En un contexto marcado por una mayor incertidumbre y un deterioro de las perspectivas económicas mundiales, la mayoría de las economías han enfrentado efectos negativos asociados al incremento de las presiones inflacionarias y a una desaceleración de la actividad. Sin embargo, algunos países exportadores de recursos energéticos han logrado beneficiarse relativamente de este escenario. Uno de los casos más destacados es Guyana, país ubicado en la costa norte de América del Sur, limítrofe con Surinam, Venezuela y Brasil, donde en 2015 se descubrieron importantes reservas petroleras offshore, cuya producción comenzó en 2019.

Lo ocurrido en Guyana también muestra las oportunidades que este nuevo escenario energético puede generar para países productores alejados geográficamente del conflicto en Medio Oriente. En particular, economías sudamericanas con capacidad exportadora de hidrocarburos, como Brasil y Argentina, podrían verse favorecidas ante una mayor demanda por proveedores alternativos, en un contexto donde la seguridad energética y la diversificación del suministro han adquirido una creciente importancia estratégica.

El Conflicto en el Medio Oriente

Lo ocurrido en Medio Oriente ha generado un importante shock económico a nivel mundial debido a las presiones de costos derivadas del aumento en el precio del petróleo. Esto no solo afecta directamente el valor del crudo y sus derivados, sino también las cadenas logísticas y productivas que dependen de estos insumos, ya sea para transporte, producción o ambos. Como se muestra en el Gráfico N°1, el precio del barril de petróleo pasó de 70,9 dólares en febrero de este año a 102 dólares en marzo, lo que implicó un aumento mensual de 43,9 %.

Gráfico N°1: Evolución del Precio del Barril de Petróleo (USD/barril)



Fuente: BCCH. Elaboración CEF

Además, la destrucción de infraestructura crítica para la producción de petróleo y derivados ha afectado a varios países productores ubicados en el área circundante al Estrecho de Ormuz, como Irán, Qatar y Emiratos Árabes Unidos, entre otros. A esto se suma el cierre del Estrecho por parte de Irán y el posterior bloqueo naval de Estados Unidos. En este contexto, el fuerte aumento de precios mostrado en el gráfico anterior es consistente principalmente con un shock de oferta en el mercado petrolero, ante una demanda que se ajusta de manera mucho más lenta en el corto plazo.

En ese sentido, la diversificación de productores constituye una de las principales diferencias respecto a las Crisis del Petróleo de 1973 y 1979-1980. Actualmente, la producción mundial se encuentra menos concentrada y existen países productores que podrían beneficiarse —al menos de manera relativa respecto al resto del mundo— del actual conflicto, como es el caso de Guyana. Esto se debe a que los países compradores pueden buscar nuevos proveedores para mantener el suministro energético frente a las interrupciones en Medio Oriente, favoreciendo a productores alternativos. Al mismo tiempo, incluso si estos países continúan exportando volúmenes similares —o mayores, ante la llegada de nuevos socios comerciales—, el fuerte aumento del precio internacional del petróleo generado por el shock de oferta igualmente les permitiría obtener mayores ingresos por exportaciones.

El petróleo en Guyana

Dado que Guyana es un país relativamente menos conocido a nivel internacional, resulta útil presentar algunas de sus características generales antes de profundizar en el análisis de su sector

petrolero. La Tabla N°1 resume los principales indicadores socioeconómicos del país correspondientes a 2024.

Tabla N°1: Indicadores Socioeconómicos de Guyana (2024)

I. Sociales	
Esperanza de vida al nacer, total (años)	70
Población, total	831.087
Crecimiento de la población (% anual)	0,6
II. Económicos	
PIB per cápita (US\$ a precios actuales)	29.675,2
Desempleo, total (% de la fuerza laboral total) (estimación modelada de la OIT)	12,0
Inflación, precios al consumidor (% anual)	2,9
III. Educación	
Inscripción escolar, nivel primario (% bruto)	98
Tasa de alfabetización, total de adultos (% de personas de 15 años y más)*	86
Gasto público en educación, total (% del gasto del gobierno)	7,2

(*) Dato correspondiente a 2020.

Fuente: Banco Mundial. Elaboración CEF

Durante gran parte de su historia, Guyana no fue considerado un actor relevante dentro de la industria petrolera mundial. Esta situación cambió radicalmente en 2015, cuando ExxonMobil anunció el descubrimiento de petróleo en el pozo Liza-1, ubicado en el bloque Stabroek, un área de exploración marítima de aproximadamente 26.800 km² situada frente a la costa atlántica del país. El bloque corresponde a yacimientos costa afuera, es decir, reservas ubicadas bajo el lecho marino y explotadas mediante plataformas y embarcaciones especializadas. Desde entonces, Stabroek se ha transformado en uno de los descubrimientos petroleros más relevantes de las últimas décadas, acumulando más de 11 mil millones de barriles equivalentes recuperables¹.

La producción comercial comenzó en 2019 mediante el FPSO Liza Destiny —una embarcación flotante utilizada para producir, almacenar y descargar petróleo— dando inicio a una rápida expansión de la capacidad petrolera del país. Posteriormente, la entrada en operación de proyectos como Liza Unity, Prosperity y One Guyana permitió un fuerte aumento de la producción y de los ingresos fiscales asociados al sector energético, transformando a Guyana en uno de los principales focos de expansión petrolera a nivel mundial.

Considerando que la explotación petrolera es realizada mediante concesiones a empresas pri-

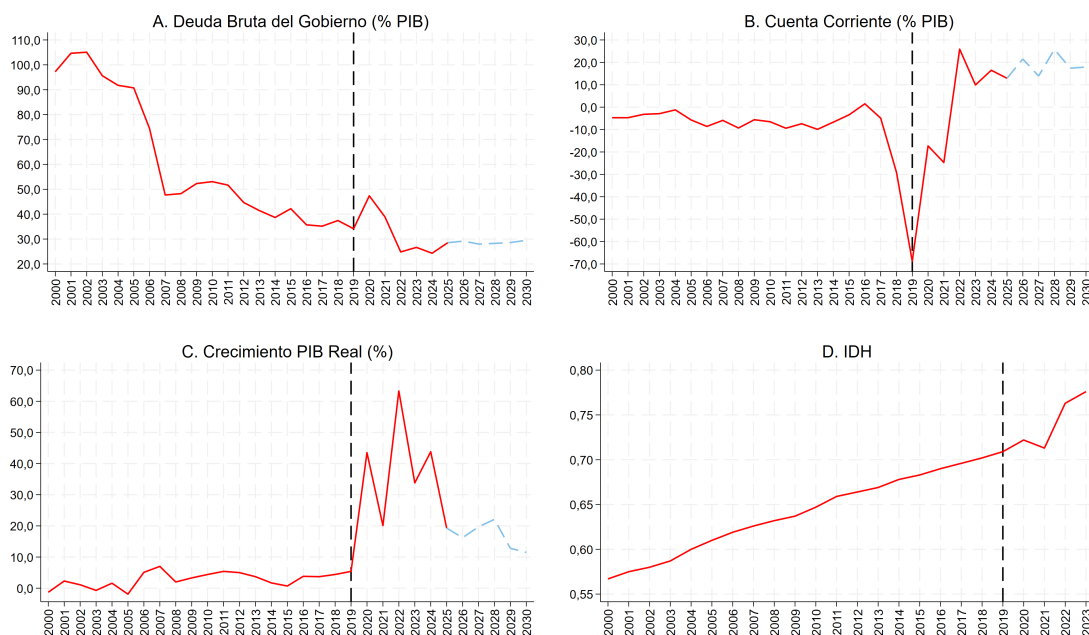
¹El bloque Stabroek se ubica frente a la región del Esequibo, un territorio actualmente administrado por Guyana pero reclamado históricamente por Venezuela desde que el Laudo Arbitral de París de 1899 otorgó dicha zona a la entonces Guayana Británica. El descubrimiento de petróleo offshore ha aumentado significativamente la relevancia económica y geopolítica de esta disputa, actualmente bajo revisión de la Corte Internacional de Justicia (CIJ). Actualmente, la presidenta encargada de Venezuela, Delcy Rodríguez, viaja a Países Bajos para defender la posición venezolana ante dicho tribunal.

vadas, en 2019 el gobierno de Guyana creó el “Natural Resource Fund” (NRF), un fondo soberano destinado a administrar los ingresos provenientes del petróleo, estabilizar las cuentas fiscales y canalizar parte de estos recursos hacia el desarrollo económico de largo plazo.

Consecuencias Económicas de la producción petrolera

La principal implicancia económica de la producción de petróleo ha sido el crecimiento que ha experimentado Guyana desde fines de 2019, cuando comenzó la extracción. En particular, el crecimiento real del PIB fue de 5,4 % en 2019, mientras que en 2020 aumentó casi ocho veces, alcanzando un 43,5 %. De hecho, entre 2020 y 2025 el crecimiento promedio anual del PIB ha sido de 37,3 % (con un máximo de 63,3 % en 2022), muy por encima del promedio de 2,8 % registrado entre 2000 y 2019. Por otro lado, el FMI proyecta un crecimiento promedio de 16,5 % para el período 2026–2030. En efecto, estas tasas irán convergiendo gradualmente hacia menores niveles de crecimiento a medida que el país alcance mayores niveles de ingreso, tal como muestran las proyecciones de crecimiento (líneas punteadas celestes) en el panel C del Gráfico N°2.

Gráfico N°2: Datos Macroeconómicos y el IDH² de Guyana (2000-2030)



Fuente: FMI y Naciones Unidas. Elaboración CEF

El fuerte crecimiento de las exportaciones de petróleo implicó una significativa reversión de la Cuenta Corriente de Guyana entre 2019 y 2020, tal como se observa en el panel B del Gráfi-

²El Índice de Desarrollo Humano (IDH) es un indicador elaborado por Naciones Unidas que combina dimensiones de ingresos, salud y educación. Debido a que incorpora variables estructurales asociadas a la calidad de vida —de salud, educación e ingresos—, suele evolucionar lentamente en el tiempo. En este contexto, el aumento observado en Guyana tras el boom petrolero resulta relevante, considerando el corto período transcurrido desde el inicio de la expansión de la producción petrolera.

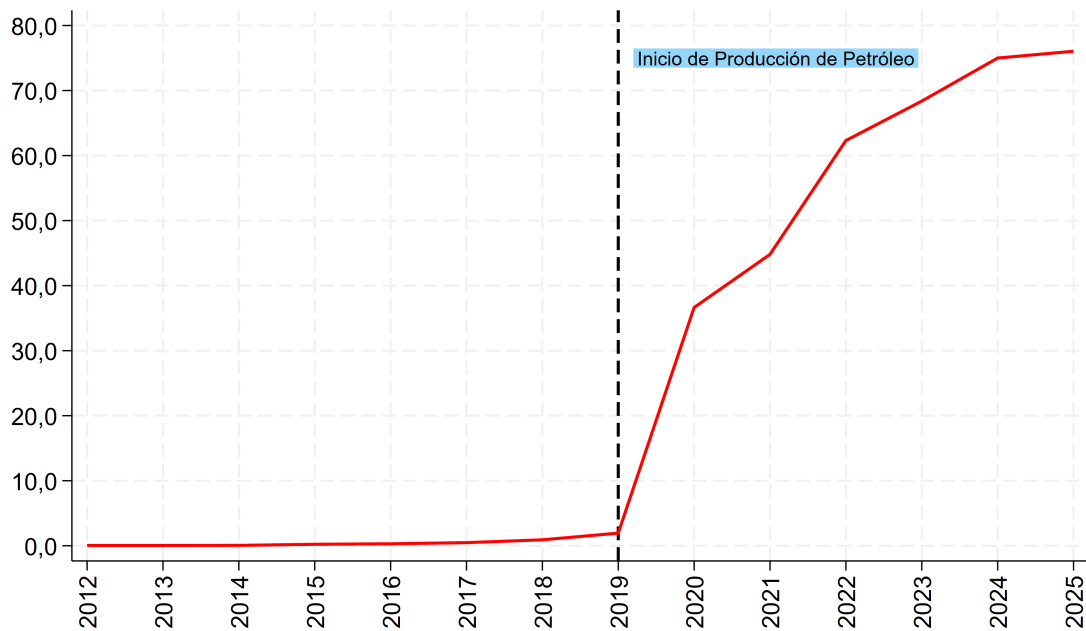
co N°2. En particular, el elevado dinamismo de las exportaciones generó una balanza comercial ampliamente superavitaria, cuyo efecto más que compensó los pagos netos de factores al exterior asociados a la producción petrolera realizada por empresas extranjeras. Como resultado, la Cuenta Corriente pasó desde un déficit significativo a registrar amplios superávits durante los años posteriores al inicio de la producción de petróleo. Asimismo, el FMI proyecta que esta tendencia persistirá en los próximos años, estimando superávits de Cuenta Corriente promedio de 19,3% del PIB anual entre 2026 y 2030.

Por otra parte, el aumento de los ingresos asociados a la producción de petróleo permitió que la deuda bruta del gobierno continuara con su tendencia a la baja como porcentaje del PIB, tal como se observa en el panel A del Gráfico N°2. Esto puede explicarse tanto porque el fuerte crecimiento económico permitió que el PIB aumentara más rápidamente que la deuda pública, como también por una menor necesidad de endeudamiento asociada a los mayores ingresos provenientes del sector petrolero. Esto es consistente con lo señalado en la sección previa, donde se explicó que parte de los ingresos provenientes del petróleo se capitalizan en el “Natural Resource Fund” (NRF), creado para administrar dichos recursos y contribuir a la sostenibilidad fiscal de largo plazo.

Si bien el fuerte crecimiento económico asociado a la producción de petróleo implica también un importante aumento del PIB per cápita, esta sigue siendo una medida imperfecta de bienestar, ya que, aunque se correlaciona con la calidad de vida, no incorpora otras dimensiones relevantes del desarrollo humano. En este contexto, el Índice de Desarrollo Humano (IDH), presentado en el panel D del Gráfico N°2, permite complementar dicho análisis al considerar variables asociadas a salud, educación e ingresos. Si bien el aumento del IDH presenta un rezago respecto al boom petrolero, se observa un quiebre hacia una mayor pendiente de crecimiento a partir de 2022, lo que sugiere que parte de las rentas provenientes del petróleo estarían comenzando a traducirse en mejoras más amplias en la calidad de vida de la población guyanesa.

Finalmente, el Gráfico N°3 muestra la creciente relevancia del petróleo dentro de la economía guyanesa, medida como porcentaje del PIB. Tal como se observa, tras el inicio de la producción en 2019 se produce un salto extraordinario en la participación del sector petrolero, pasando desde niveles prácticamente nulos a representar un 76% del PIB en 2025. En este sentido, el petróleo no solo se transformó en el principal motor del crecimiento económico de Guyana, sino que además pasó a “capturar” una fracción sustancial de su estructura productiva.

Gráfico N°3: Producción de Petróleo, gas y servicios de apoyo como % del PIB



Fuente: Bank of Guyana. Elaboración CEF

Si bien este fenómeno ha permitido un aumento sin precedentes en los ingresos y en el crecimiento económico, también genera importantes desafíos de mediano y largo plazo. Por una parte, desde el punto de vista político, una economía altamente dependiente de los ingresos petroleros puede volverse más susceptible a dinámicas populistas o a disputas distributivas sobre el uso de dichas rentas. Por otra, desde una perspectiva macroeconómica, una dependencia excesiva de un solo recurso natural aumenta la vulnerabilidad frente a shocks externos, como caídas en el precio internacional del petróleo, cambios regulatorios o una eventual desaceleración de la demanda global asociada a la transición energética.

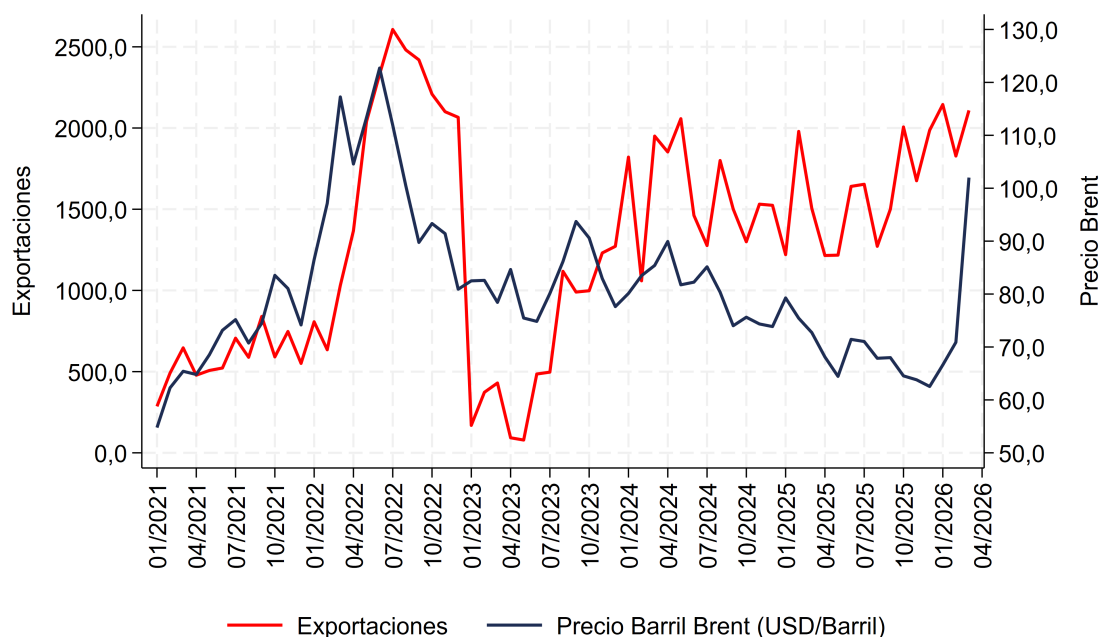
No obstante, más allá de los riesgos y desafíos asociados a una elevada dependencia de los recursos naturales, es un hecho que el descubrimiento y explotación de petróleo ha generado enormes réditos económicos para Guyana. En pocos años, el país pasó de exhibir un crecimiento moderado y persistentes restricciones externas y fiscales, a convertirse en una de las economías de mayor crecimiento del mundo, acompañado de mejoras significativas en sus cuentas macroeconómicas y, crecientemente, en distintos indicadores de bienestar.

El Conflicto en el Medio Oriente y la Industria Petrolera de Guyana

En el caso particular de Guyana, el país ya se benefició del aumento en los precios del petróleo tras la invasión de Rusia a Ucrania a comienzos de 2022. Como se observa en el Gráfico N°4, las exportaciones mensuales de petróleo aumentaron fuertemente durante 2022 —con cierto rezago, dado el traspaso de precios hacia la actividad económica—, para luego moderarse a inicios de 2023. De hecho, previo a 2023 existe una alta correlación entre el precio internacional del

petróleo y las exportaciones petroleras de Guyana, alcanzando aproximadamente un 71 %. Sin embargo, a partir de 2023 esta relación comienza a desaparecer, debido a que la producción y exportación continuaron creciendo sostenidamente —en línea con la consolidación y expansión de los pozos petroleros—, mientras los precios internacionales corregían parte del fuerte aumento observado tras el shock de 2022.

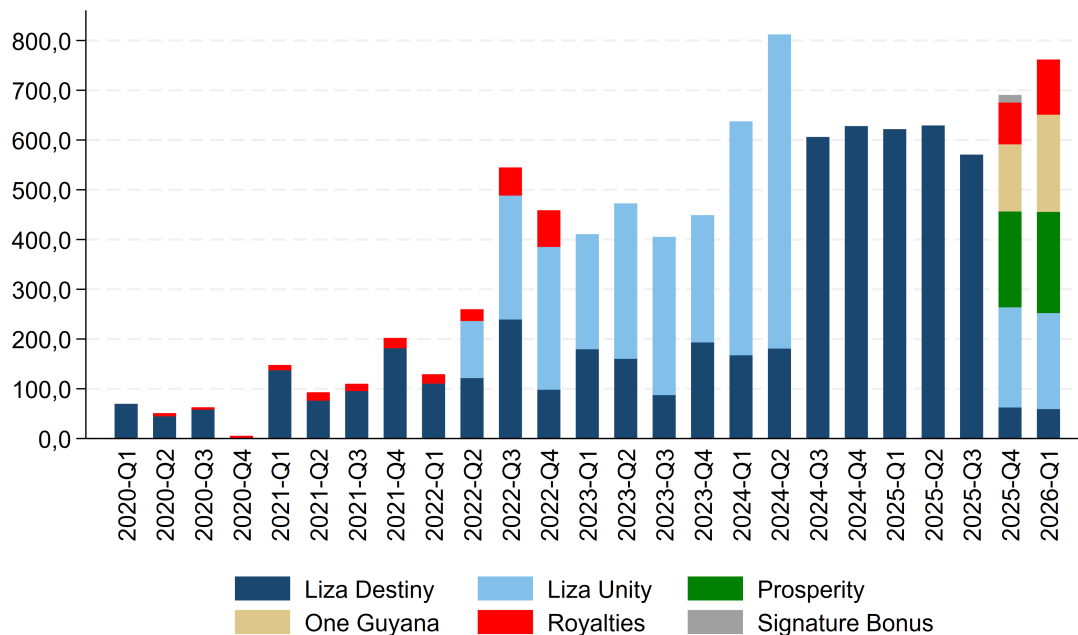
Gráfico N°4: Exportaciones Mensuales de Petróleo de Guyana (Millones de USD de marzo de 2026) y Precio del Barril de Petróleo (USD/barril)



Fuente: BCCH y Naciones Unidas. Elaboración CEF

En efecto, los altos precios del petróleo observados en 2022 —junto con un fuerte aumento en la cantidad exportada— permitieron a Guyana incrementar significativamente la recaudación destinada al “Natural Resource Fund”. Como se observa en el Gráfico N°5, en el tercer trimestre de ese año los aportes al fondo alcanzaron su nivel más alto hasta ese momento, con 544 millones de dólares, mientras que en el trimestre siguiente se registró el segundo mayor aporte histórico, por un monto de 458 millones de dólares.

Gráfico N°5: Aportes Trimestrales al Natural Resource Fund según fuente (millones de USD de marzo 2026)



Fuente: Bank of Guyana. Elaboración CEF

Considerando los importantes réditos que obtuvo Guyana durante el shock petrolero de 2022, a todo lo demás constante, el actual escenario de precios elevados podría favorecer mayores aportes al fondo soberano. Esto se debe a que las causas detrás del alza actual son potencialmente más severas desde el punto de vista de la oferta global —al involucrar disrupciones sobre una región productora completa— y, además, porque la capacidad productiva de Guyana se encuentra hoy más consolidada que en 2022, incorporando nuevos proyectos en operación, como Prosperity y One Guyana.

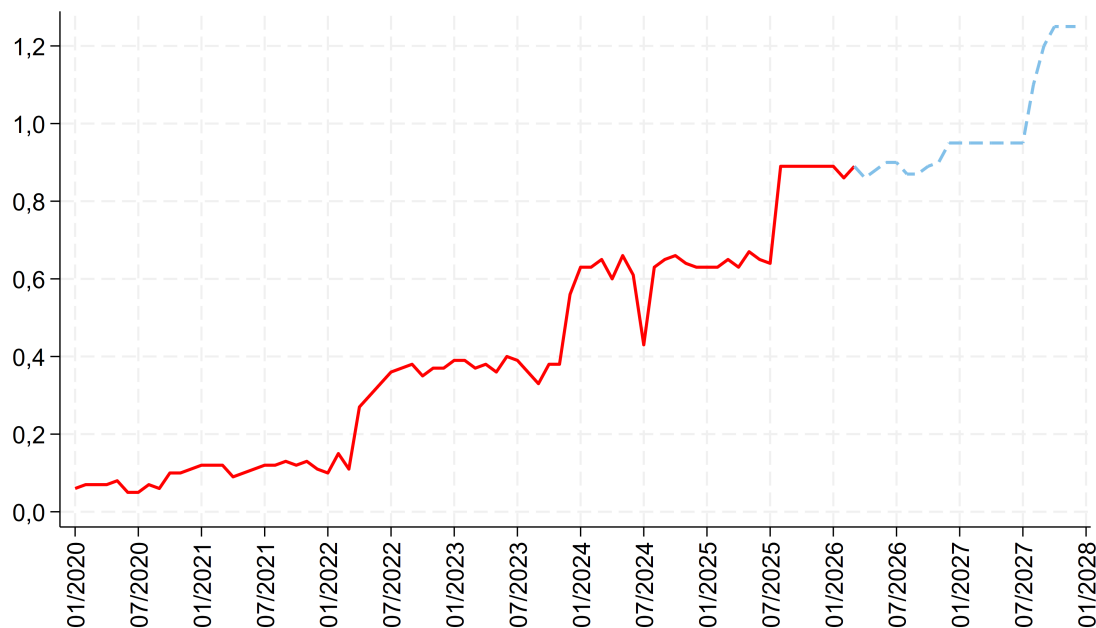
Los datos más recientes sugieren que Guyana podría estar beneficiándose del actual escenario de altos precios del petróleo asociado a las tensiones en Medio Oriente, al menos en términos relativos respecto a economías que solo han enfrentado los costos derivados del shock energético. Como se observa también en el Gráfico N°5, si se comparan los aportes al “Natural Resource Fund” por trimestre entre distintos años, el primer trimestre de 2026 registra —en términos reales— el mayor aporte correspondiente a un primer trimestre desde la creación del fondo. En particular, solo durante este período los aportes alcanzaron 761,7 millones de dólares.

Además, complementando lo mostrado en el Gráfico N°5, este resultado coincide con la primera ocasión en que todos los proyectos petroleros actualmente operativos —Liza Destiny, Liza Unity, Prosperity y One Guyana— realizaron aportes simultáneos al fondo soberano en un mismo trimestre, reflejando tanto la mayor consolidación de la capacidad productiva del país como los beneficios derivados del actual nivel de precios internacionales del petróleo.

En efecto, la producción petrolera de Guyana se encuentra en una etapa de consolidación y continuará aumentando en los próximos años, de acuerdo con las proyecciones de la U.S. Energy

Information Administration, tal como se observa en el Gráfico N°6. Asimismo, el gráfico muestra que el país ya logró aprovechar el shock de precios de 2022 mediante un fuerte incremento en su producción, pasando desde aproximadamente 0,1 millones de barriles diarios en marzo de ese año a cerca de 0,34 millones de barriles por día entre abril y diciembre de 2022.

Gráfico N°6: Producción Histórica de Petróleo y Producción Proyectada (millones de barriles por día)



Fuente: U.S. Energy Information Administration. Elaboración CEF

Si bien las proyecciones para 2026 y la primera mitad de 2027 no muestran un salto abrupto como el observado durante el shock de 2022, sí anticipan un nuevo aumento relevante hacia la segunda mitad de 2027. En este contexto, Guyana podría seguir beneficiándose tanto del mayor precio internacional del petróleo como de la consolidación de su capacidad productiva, incluso bajo escenarios donde la producción crezca a un ritmo más moderado que en años previos; tal como ya sugieren los datos recientes de aportes al “Natural Resource Fund” durante el primer trimestre de 2026.

Por otro lado, y a diferencia de lo ocurrido en 2022, el supuesto de que la corrección de los precios internacionales del petróleo podría ser más lenta y persistente en el tiempo, es teóricamente válido. Esto responde, en primer lugar, a que el Estrecho de Ormuz continúa cerrado, por lo que mientras más se prolongue dicha situación, más permanente se vuelve el shock de oferta. En segundo lugar —y probablemente más importante—, incluso si el conflicto terminara hoy, existe una destrucción significativa de infraestructura crítica para la producción y transporte de petróleo en la zona del Estrecho. Por tanto, aun con una eventual reapertura de Ormuz, la capacidad productiva difícilmente podría volver rápidamente a los niveles previos al conflicto, lo que implica que el ajuste de oferta tomaría tiempo y mantendría presiones alcistas sobre los precios del petróleo por un período prolongado. Más aún, si la destrucción de infraestructura continúa

intensificándose mientras el conflicto siga activo, el proceso de normalización de la oferta podría volverse todavía más lento, profundizando y extendiendo la persistencia de altos precios incluso en un escenario de reapertura futura del Estrecho.

Oportunidades para Sudamérica en el nuevo escenario energético

Más allá del caso particular de Guyana, el actual escenario energético también podría abrir oportunidades para otros países productores de petróleo en Sudamérica. Brasil, por ejemplo, cuenta con una industria petrolera offshore consolidada y podría beneficiarse tanto del mayor precio internacional del crudo como de una eventual mayor demanda por proveedores alternativos fuera de Medio Oriente. En el caso de Argentina, el desarrollo de Vaca Muerta también podría verse favorecido en un contexto de precios persistentemente altos y mayores incentivos a expandir la producción energética. Venezuela, por su parte, posee las mayores reservas de petróleo del mundo, aunque las limitaciones asociadas al deterioro de infraestructura, sanciones y baja capacidad operativa hacen menos probable que pueda capitalizar plenamente este escenario en el corto plazo.

En este contexto, la experiencia reciente de Guyana también entrega lecciones relevantes para la región. El rápido aumento de los ingresos petroleros y su canalización parcial hacia mecanismos institucionales como el “Natural Resource Fund” muestran la importancia de contar con marcos fiscales y fondos soberanos capaces de administrar adecuadamente las rentas provenientes de recursos naturales. En este sentido, el actual escenario podría representar una oportunidad para que países sudamericanos productores de petróleo no solo aumenten sus ingresos externos, sino también fortalezcan sus capacidades institucionales para evitar problemas de dependencia excesiva, volatilidad macroeconómica o uso ineficiente de estas rentas.

Este contexto no es ajeno a Chile. El MERCOSUR constituye uno de los principales bloques comerciales para la economía chilena y, dentro de este, Brasil y Argentina representan socios particularmente relevantes. De hecho, en 2025 Brasil fue el tercer principal socio comercial de Chile, mientras que Argentina ocupó el quinto lugar³. Por tanto, un eventual fortalecimiento económico de países sudamericanos exportadores de energía —particularmente Brasil y Argentina— podría traducirse indirectamente en efectos positivos para Chile mediante mayores flujos comerciales, un mejor desempeño regional y un fortalecimiento de la demanda externa proveniente de economías vecinas. Por tanto, que la región prospere, es fundamental también para Chile.

³Ver informe Subsecretaría Relaciones Económicas Internacionales. Si es que consideran países individuales y no bloques comerciales como el MERCOSUR o la Unión Europea.

ECONOMÍA NACIONAL

Primer Trimestre cambia el Escenario
Base para el resto del año



mayo 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El primer trimestre de 2026 estuvo marcado por un deterioro simultáneo en actividad, inflación y mercado laboral. Las caídas consecutivas del IMACEC y el dato negativo de la variación real PIB Trimestral coincidieron con mayores presiones inflacionarias derivadas del alza del petróleo y un entorno fiscal más estrecho. En paralelo, las expectativas de crecimiento e inflación fueron ajustadas durante el trimestre, configurando un escenario macroeconómico menos favorable para el resto del año.

Escenario reciente

- El IMACEC registró variaciones negativas en enero, febrero y marzo de 2026. Esta situación terminó por confirmarse en el dato de PIB Trimestral.
- El deterioro de actividad se concentró en sectores productores de bienes.
- La inflación acumuló 2,7% entre enero y abril, impulsada por combustibles.
- El desempleo retomó una tendencia al alza, especialmente en mujeres.
- Los ingresos tributarios netos cayeron 1,5% real respecto al primer trimestre de 2025.

Factores estructurales

- Las expectativas de inflación convergen hacia la meta recién durante 2027.
- La subutilización laboral mantiene una tendencia creciente desde 2022.
- La inversión pública registró una caída real de 25,7% en el trimestre.
- El conflicto en Medio Oriente elevó costos energéticos y logísticos.
- El espacio fiscal continúa limitado por mayores presiones de gasto permanente.

Conclusión. Los datos del primer trimestre sugieren un escenario macroeconómico más complejo que el anticipado a comienzos de año, combinando menor dinamismo económico, persistencia inflacionaria y deterioro gradual del mercado laboral. Si bien las proyecciones continúan apuntando a un crecimiento positivo en 2026, el balance reciente sugiere un entorno de recuperación más lenta y condicionado por restricciones fiscales y presiones de costos externas.

Primer Trimestre cambia el Escenario Base para el resto del año

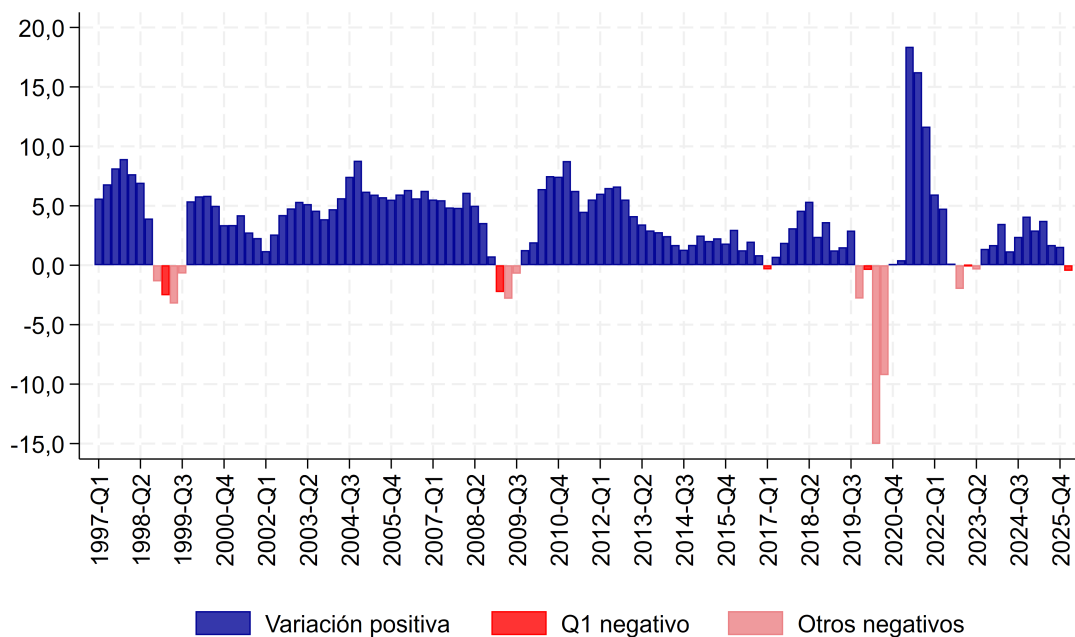
El primer trimestre de 2026 destacó por variaciones negativas del IMACEC en enero, febrero y marzo, situación que se confirmó con el dato del PIB Trimestral. Además de aquello, lo ocurrido en Medio Oriente y sus efectos sobre el precio del petróleo generaron un escenario de mayores presiones de costos, las cuales terminaron reflejándose en saltos del IPC tanto en marzo como en abril, este último ya correspondiente al segundo trimestre. Por su parte, el mercado laboral, que hacia fines del año pasado parecía mostrar cierta mejora, volvió a retomar una tendencia al alza en el desempleo, impulsada principalmente por el aumento del desempleo femenino. Finalmente, la recaudación fiscal, particularmente si se consideran los ingresos tributarios netos, cayó en términos reales respecto del mismo período de 2025. Así, este primer trimestre parece comenzar a condicionar lo que será el desempeño macroeconómico del resto del año.

Los datos de crecimiento

Considerando los datos del PIB trimestral, el primer trimestre recién pasado registró una caída real de 0,5 % respecto del mismo período de 2025. Tomando la serie estadística completa del PIB trimestral, que comienza en el primer trimestre de 1997, solo se han registrado otros cinco primeros trimestres con variaciones negativas, además del recientemente observado.

En orden cronológico, el primero ocurrió en 1999, con una contracción real de 2,5 % respecto del primer trimestre de 1998. Luego, en 2009, el PIB cayó 2,3 % real en comparación con igual período de 2008. Posteriormente, en 2017, se registró una disminución de 0,4 % real respecto de 2016. Finalmente, en 2020 y 2023, las variaciones reales fueron de -0,4 % y -0,1 % respecto de 2019 y 2022, respectivamente. La evolución completa de las variaciones trimestrales del PIB para toda la serie analizada puede apreciarse en el siguiente gráfico:

Gráfico N°1: Variación del PIB Trimestral respecto del mismo período de año anterior



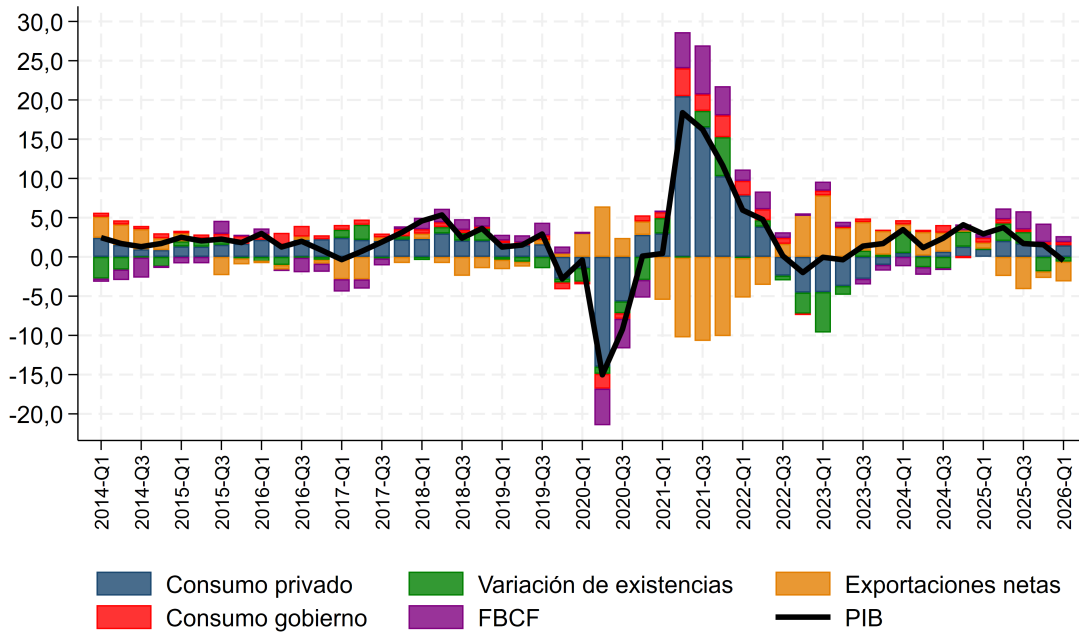
Fuente: BCCH. Elaboración CEF

En este contexto, el episodio más comparable al observado en 2026 es el de 2017. Si bien en 2023 también se registró una variación negativa durante el primer trimestre, esta fue prácticamente nula (-0,1 %), por lo que resulta poco comparable en términos de magnitud. En contraste, la caída de 2017 alcanzó un -0,4 %, cifra muy similar al -0,5 % registrado actualmente. Además, los restantes episodios negativos ocurrieron en medio de shocks internacionales de gran magnitud, como la crisis asiática en 1999, la Crisis Subprime en 2009 —la mayor crisis financiera global desde 1929— y la pandemia en 2020. A diferencia de esos períodos, el escenario actual no se encuentra marcado por una crisis mundial de esa naturaleza¹, por lo que 2017 aparece como el antecedente más comparable tanto en términos de magnitud como de contexto macroeconómico.

Como se observa en el Gráfico N°2, tanto en 2017 como en 2026 el principal factor detrás de la contracción del PIB provino del sector externo. En el primer trimestre de 2026, las exportaciones netas restaron 2,5 puntos porcentuales al crecimiento, mientras que la variación de existencias contribuyó negativamente con 0,6 puntos. Si bien el resto de los componentes del gasto mostró aportes positivos, estos no lograron compensar la caída asociada al sector productivo. Un patrón similar se observó en 2017, cuando las exportaciones netas restaron 2,8 puntos porcentuales y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) contribuyó negativamente con 1,6 puntos. No obstante, una diferencia relevante respecto del episodio actual es que en 2026 la inversión mostró un desempeño positivo, aportando 0,77 puntos porcentuales al crecimiento, lo que contrasta con la debilidad observada en la inversión durante 2017.

¹Aunque el conflicto en Medio Oriente pudo haber tenido alguna incidencia en marzo.

Gráfico N°2: Contribuciones al crecimiento real del PIB trimestral por el lado del Gasto



Fuente: BCCH. Elaboración CEF

Al desagregar el desempeño del sector productivo, se observan diferencias relevantes entre ambos episodios. En 2026, el sector agropecuario-silvícola restó 0,6 puntos porcentuales al crecimiento, la pesca contribuyó con -0,1, la minería con -0,5 y la industria manufacturera con -1,2 puntos porcentuales. En el caso de la minería, la caída estuvo explicada principalmente por la minería del cobre, que aportó -0,9 puntos, mientras que el resto de las actividades mineras contribuyó positivamente con 0,4 puntos. El resto de la contracción se distribuyó entre las demás actividades productoras de bienes.

Por su parte, en 2017 el sector agropecuario-silvícola aportó -0,1 puntos porcentuales, la pesca contribuyó positivamente con 0,2, la minería restó 1,2 puntos —explicado casi en su totalidad por la minería del cobre, con -1,1 puntos— y la industria manufacturera tuvo una contribución prácticamente nula. En este sentido, mientras en 2017 la contracción estuvo fuertemente concentrada en el sector minero, particularmente en el cobre, en 2026 la debilidad aparece más distribuida entre distintos sectores productivos, destacando especialmente el deterioro de la industria manufacturera.

Siguiendo esta línea, la Tabla N°1 permite profundizar en la composición de ambos episodios, ahora no desde las incidencias, sino desde la variación anual de cada componente del gasto. En 2026, la contracción más marcada se observa en el sector agropecuario-silvícola-pesca, que cayó 22,8 % respecto del mismo trimestre del año anterior, mientras que la minería disminuyó 4,3 %. Esto contrasta con lo ocurrido en 2017, cuando el deterioro estuvo mucho más concentrado en la minería, con una caída de 16,3 %, mientras que el sector agropecuario-silvícola-pesca creció 5,2 %. Además, la Tabla N°1 muestra que en 2026 la Formación Bruta de Capital Fijo creció 3,2 %, impulsada especialmente por maquinaria y equipo, que aumentó 10,1 %, a diferencia de 2017,

cuando ambos componentes de la inversión registraron caídas importantes. Así, aunque ambos episodios son comparables por la magnitud agregada de la contracción del PIB, la composición detrás de esa caída fue distinta.

Tabla N°1: Variación anual de los principales componentes del gasto y sectores productivos

Categoría	T1 2017 (var. %)	T1 2026 (var. %)
Consumo Privado (Hogares e IPSFL)	4,0	2,5
<i>Bienes durables</i>	10,6	1,4
<i>Bienes no durables</i>	3,2	0,8
<i>Servicios</i>	3,5	4,4
Consumo Gobierno	5,4	3,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-6,4	3,2
<i>Construcción y otras obras</i>	-6,5	-1,0
<i>Maquinaria y equipo</i>	-6,3	10,1
Exportaciones de Bienes y Servicios	-5,2	-4,9
<i>Exportación Bienes</i>	-6,6	-4,6
<i>Agropecuaria-silvícola-pesca</i>	5,2	-22,8
<i>Minería</i>	-16,3	-4,3

Fuente: BCCH. Elaboración CEF

Los datos del PIB trimestral terminan reforzando lo que previamente habían mostrado los IMA-CEC de enero, febrero y marzo, todos con variaciones negativas durante el primer trimestre. Tal como se observaba en los datos mensuales de actividad, el deterioro de 2026 aparece más transversal entre los sectores productores de bienes, a diferencia de 2017, cuando la debilidad se encontraba mucho más focalizada en la minería. Sin embargo, la experiencia de dicho año también muestra que un primer trimestre negativo no necesariamente implica una contracción anual de la economía. De hecho, pese a la caída observada al inicio de 2017, el PIB cerró ese año con un crecimiento positivo de 1,4 %. En este sentido, si bien el desempeño del primer trimestre condiciona negativamente las perspectivas para el resto del año y ha llevado a revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento, el escenario base continúa apuntando a una expansión positiva de la economía durante 2026.

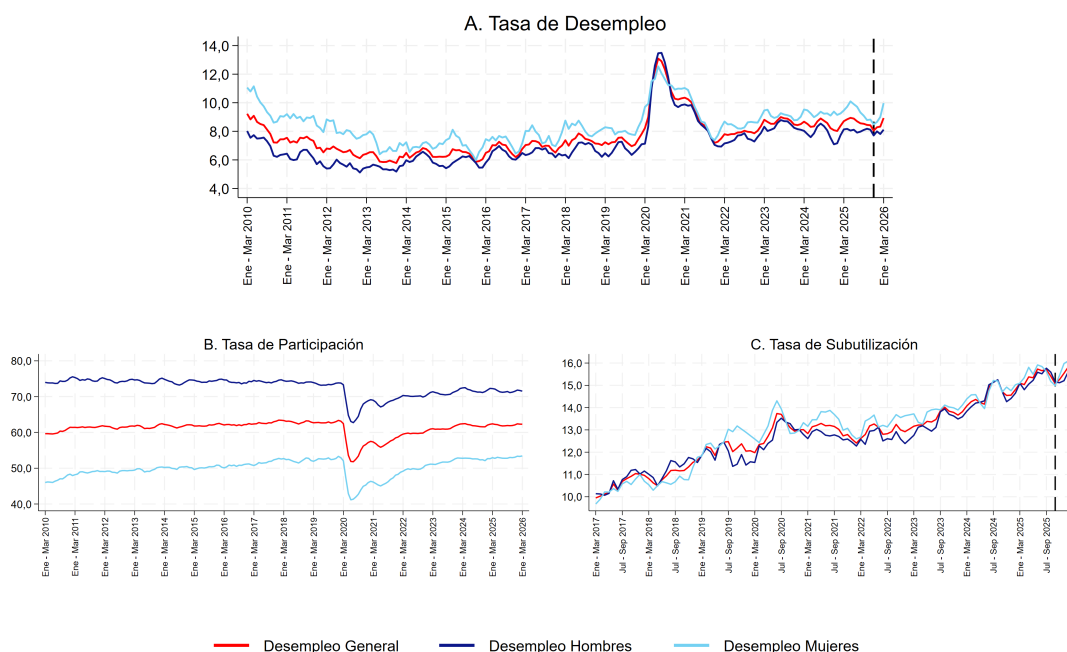
Los datos de empleo

Los datos del mercado laboral mostraban una leve mejora, en cuanto el indicador más relevante —la tasa de desempleo— había iniciado una tendencia a la baja desde el trimestre móvil abril-junio de 2025. Esta disminución se explicaba principalmente por la caída del desempleo femenino, lo que arrastraba a la baja la tasa general, mientras que la tasa de desempleo masculina se mantenía

relativamente estable, tal como muestra el Panel A del Gráfico N°3.

Sin embargo, esta tendencia descendente se detuvo en el trimestre móvil octubre-diciembre del año pasado, como indica la línea negra punteada del Panel A. Desde el trimestre móvil noviembre-enero, la tasa de desempleo general retomó una trayectoria al alza, nuevamente impulsada principalmente por el aumento del desempleo femenino. Esto se explica porque el incremento en la cantidad de mujeres buscando trabajo fue mayor que el aumento en la fuerza laboral femenina. Por su parte, el desempleo masculino se ha mantenido en torno a niveles similares a los observados previamente, aunque con una leve alza en el último trimestre móvil enero-marzo.

Gráfico N°3: Tasas del Mercado Laboral (%) – Desempleo, Participación y Subempleo



Fuente: INE. Elaboración CEF

El Panel B del gráfico anterior muestra las tasas de participación laboral, esto es, el cociente entre la fuerza laboral y la población en edad de trabajar (15 años o más). Dentro de los indicadores laborales tradicionales, este probablemente es el más “positivo”, ya que, a nivel agregado, la tasa de participación laboral desde 2022, es decir, luego de la pandemia, se encuentra prácticamente en niveles pre-pandemia si se considera el promedio del período.

Este resultado se explica principalmente por la evolución de la participación laboral femenina, cuya tasa se ubica incluso por sobre los niveles observados antes de 2020. En particular, desde 2022 la participación promedio de las mujeres alcanza un 51,8 %, frente al 50,2 % registrado en el período pre-pandemia. En contraste, la participación laboral masculina aún no logra recuperar completamente sus niveles previos a la pandemia, promediando un 71,2 % desde 2022 versus un 74,2 % antes de 2020.

Dado que tanto la fuerza laboral como, más aún, las variables demográficas tienden a evolucionar lentamente, la tasa de participación suele ser un indicador relativamente estable, salvo frente a eventos extraordinarios como la fuerte caída observada durante la pandemia. Por esta razón,

durante los primeros tres meses de 2026 no se observan cambios relevantes en este indicador.

De los datos más preocupantes destaca la subutilización de la fuerza laboral, también conocida como subempleo por competencias². El panel C muestra que, al menos desde el inicio de la serie en 2017, la tasa de subutilización mantiene una tendencia sostenida al alza. Si bien entre 2020 y 2021 esta se aplanó —probablemente por los efectos de la pandemia—, desde mediados de 2022 la trayectoria al alza volvió a retomarse. Aunque existen movimientos de corto plazo a la baja, la tendencia de fondo sigue siendo creciente.

Esto es relevante porque pone de manifiesto el creciente desajuste entre la oferta y la demanda laboral, particularmente entre egresados de instituciones de educación superior —tanto técnicas como universitarias—, que son quienes suelen presentar este tipo de subempleo, hay por tanto una evidente falla de mercado. Además, un segundo efecto colateral es el incumplimiento de expectativas de movilidad social y progreso económico asociadas a la educación superior, lo que puede traducirse en mayores niveles de frustración y desencanto con el sistema. En esa línea, Cox (2024) muestra que una proporción importante de graduados en Chile obtiene resultados laborales inferiores a los que esperaba al terminar sus estudios, fenómeno que deteriora la percepción de movilidad social y aumenta el apoyo hacia posturas más favorables a una mayor intervención del Estado y redistribución.

En suma, el mercado laboral continúa mostrando señales de deterioro. La tasa de desempleo, si bien mostró una moderación en sus incrementos durante parte de 2025, retomó la tendencia al alza en estos tres primeros meses de 2026, impulsada principalmente por el fuerte aumento del desempleo femenino y, además, aún se mantiene lejos de los niveles observados previo a la pandemia. A esto se suma el sostenido aumento de la subutilización laboral o subempleo por competencias, cuya tendencia persistentemente creciente da cuenta de un desajuste cada vez más profundo entre la formación de capital humano y las necesidades efectivas del mercado laboral. Esto sugiere la existencia de una falla de mercado relevante, particularmente en el segmento de egresados de educación superior, con implicancias no solo económicas, sino también sociales y sobre las expectativas de movilidad futura.

Los datos de precios

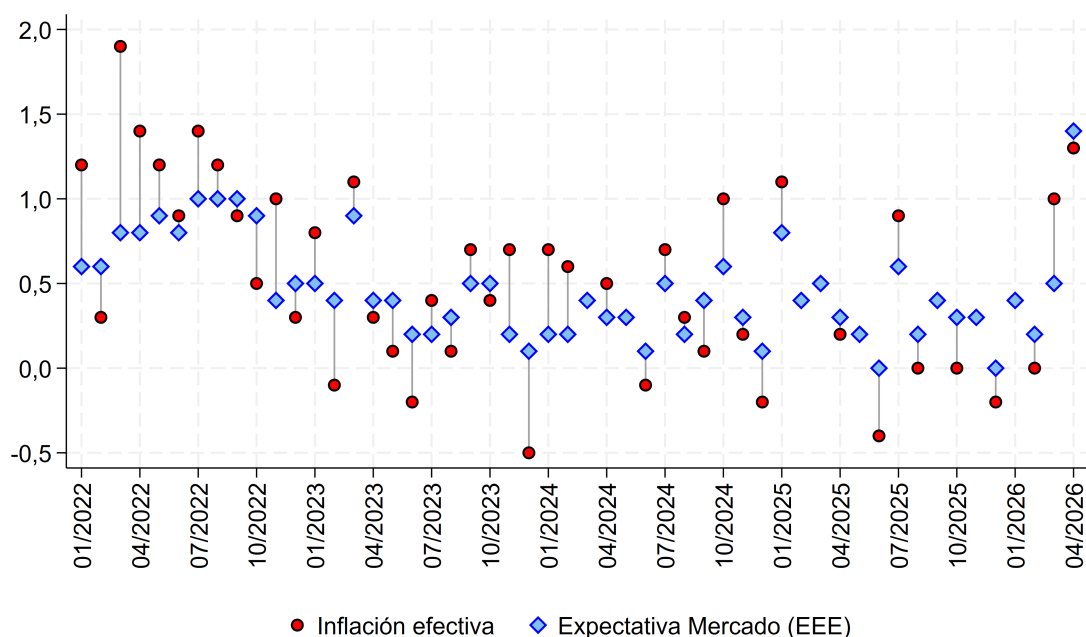
Lo más relevante en materia de precios ha sido el efecto que la guerra en Medio Oriente ha tenido sobre la inflación, principalmente a través del aumento en el precio del barril de petróleo. Esto ha generado un primer impacto mediante el alza en los precios de los combustibles. A su vez, el efecto de segundo orden se ha reflejado en mayores presiones de costos a lo largo de las cadenas logísticas, producto del encarecimiento del transporte, de los procesos productivos que utilizan petróleo y sus derivados como insumos, o de ambos simultáneamente. Esta situación termina trasladándose al precio de los bienes finales que enfrentan los consumidores. Un tercer efecto ha sido el incremento de la UF, dado su mecanismo de indexación a la inflación,

²La tasa de subutilización según nivel educativo corresponde al porcentaje de personas ocupadas cuyo nivel educativo es superior al requerido por las competencias de su puesto de trabajo, respecto del total de personas ocupadas. En otras palabras, mide situaciones de subutilización o subempleo por competencias/calificaciones.

encareciendo así todos los servicios y contratos pactados en dicha unidad.

Como se observa en el penúltimo dato del Gráfico N°4, correspondiente al mes de marzo, se produjo una sorpresa inflacionaria significativa para el mercado. De acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), el consenso esperaba una variación mensual del IPC de 0,5 %; sin embargo, el dato efectivo fue de 1 %, lo que implicó una sorpresa al alza de 0,5 puntos porcentuales. Tras conocerse esta información, el mercado corrigió rápidamente sus expectativas para abril, incorporando el nuevo escenario inflacionario de manera bastante precisa. En efecto, la sorpresa inflacionaria de abril fue prácticamente nula, registrándose solo una desviación de 0,1 puntos porcentuales a la baja respecto de lo esperado, dado que el IPC efectivo del mes fue de 1,3 %.

Gráfico N°4: Evolución de la variación (%) del IPC Mensual vs Expectativa del Mercado (EEE)



Fuente: INE y BCCH. Elaboración CEF.

En términos de incidencias, tanto en marzo como en abril el efecto inflacionario estuvo explicado principalmente por transporte, especialmente por el aumento en combustibles y transporte aéreo. En marzo, además, destacó educación como segunda división de mayor incidencia, mientras que en abril este lugar lo ocupó vivienda y servicios básicos. Esto último es consistente con el efecto de indexación de la UF, la cual aumenta mecánicamente con la inflación del mes anterior, encareciendo servicios y contratos denominados en dicha unidad.

A su vez, en lo que va del año, la inflación acumulada entre enero y abril alcanza 2,7 %, equivalente al 90 % de la meta inflacionaria de 3 % del Banco Central en apenas cuatro meses. En este contexto, el mercado ajustó de manera importante sus expectativas inflacionarias. Mientras a comienzos de año la Encuesta de Expectativas Económicas proyectaba una inflación de 3 % para diciembre de 2026, tanto en la encuesta de abril como en la de mayo las proyecciones fueron corregidas al alza hasta 4,3 %. Asimismo, las expectativas apuntan a una convergencia hacia la

meta en 2027.

Esta nueva trayectoria inflacionaria también fue recogida por el Banco Central en el IPoM de marzo de 2026. En dicho informe, la autoridad señala que el alza en los precios internacionales de los combustibles podría llevar la inflación anual a valores cercanos al 4 % en los próximos meses, estimando además que la convergencia hacia la meta de 3 % ocurriría recién durante el segundo trimestre de 2027. Con ello, tanto el mercado como el propio Banco Central reconocen un escenario inflacionario más persistente y prolongado que el previsto a comienzos de año.

Los datos fiscales

Los datos fiscales del primer trimestre de 2026 confirman que el deterioro de la actividad económica descrito en la sección de crecimiento correlaciona con el comportamiento de las finanzas públicas. En particular, los ingresos tributarios netos del Gobierno Central registraron una caída de 1,5 % real respecto del mismo período de 2025, consistente con la caída en el PIB del primer trimestre de este año respecto al de 2025. Esta caída se explica fundamentalmente por la contracción de 6,7 % real en la recaudación por Impuesto a la Renta, mientras que el IVA prácticamente se mantuvo estable con un leve incremento de 0,3 % real. Estos dos impuestos concentran históricamente cerca del 90 % de los ingresos tributarios totales —en este trimestre en particular, un 89 %—, por lo que los movimientos del Impuesto a la Renta resultan fundamentales para el resultado tributario agregado.

Dentro de la tributación, es importante distinguir entre la minería privada y el resto de contribuyentes. Mientras la tributación del resto de contribuyentes —que constituye la gran mayoría de los ingresos tributarios derivados de la renta— cayó un 6,1 % real, la tributación de la minería privada aumentó un 71,7 % real en el mismo período. La tributación del resto de contribuyentes, que refleja de manera más directa el desempeño de la actividad económica en su conjunto, correlaciona con el debilitamiento descrito en la sección de crecimiento, donde se mostró que las contribuciones negativas al IMACEC estuvieron concentradas en industria y resto de bienes, además de la minería. Así, la caída en los ingresos tributarios no mineros es consistente —entre otros factores— con el deterioro de estos sectores productivos. La mayor recaudación minera, a pesar de la menor actividad del sector recogida en el IMACEC, es impulsada por los históricos precios de cobre y efectos de depreciaciones del tipo de cambio.

En términos de ejecución presupuestaria, el ritmo de gasto del primer trimestre de 2026 no presenta diferencias significativas respecto del año anterior. El avance presupuestario de los gastos totales alcanzó un 24,0 % de la Ley de Presupuestos aprobada, frente a un 24,3 % en el primer trimestre de 2025. Por el lado de los ingresos, el avance fue de 23,1 % versus 22,8 % en el mismo período del año previo. Por tanto, la velocidad de ejecución tanto de ingresos como de gastos se mantiene en rangos similares entre ambos años. A su vez, en términos reales, los ingresos del Gobierno Central crecieron 0,9 % y los gastos 0,7 % respecto del primer trimestre de 2025.

Al interior del gasto, sin embargo, se observan diferencias importantes. El gasto en personal creció un 5,5 % real y las prestaciones previsionales un 3,9 % real. Cabe destacar que el gasto

en personal ya venía mostrando una tendencia al alza, aunque moderó su crecimiento respecto al aumento real de 9,9 % registrado en el primer trimestre de 2025 frente al mismo período de 2024.

Por otro lado, la inversión pública cayó un 25,7 % real en el trimestre. La inversión pública suele transformarse en la principal variable de ajuste cuando el espacio fiscal se reduce, principalmente porque no implica compromisos permanentes como remuneraciones o pensiones. Sin embargo, este tipo de ajuste tiene efectos sobre la actividad económica, especialmente en un contexto donde la economía ya muestra señales de debilidad. En la práctica, un ajuste fiscal vía inversión pública tiende a profundizar la desaceleración económica, dado que afecta directamente la inversión del gobierno, uno de los componentes de la demanda agregada y del cálculo del PIB por el método del gasto.

La siguiente tabla resume las principales cifras fiscales del primer trimestre de 2026:

Tabla N°2: Principales Indicadores Fiscales del Primer Trimestre de 2026

Indicador	Valor / Var. real
Ingresos tributarios netos (var. real)	-1,5 %
Impuesto a la Renta (var. real)	-6,7 %
IVA (var. real)	+0,3 %
Tributación minera privada (var. real)	+71,7 %
Tributación resto contribuyentes (var. real)	-6,1 %
Ingresos totales (var. real)	+0,9 %
Gastos totales (var. real)	+0,7 %
Gasto en personal (var. real)	+5,5 %
Prestaciones previsionales (var. real)	+3,9 %
Inversión pública (var. real)	-25,7 %
Avance pptario. ingresos (1 ^{er} T)	23,1 % (2026) vs 22,8 % (2025)
Avance pptario. gastos (1 ^{er} T)	24,0 % (2026) vs 24,3 % (2025)
Deuda Gob. Central Presupuestario (mar. 2026)	\$147,4 billones
FEPP saldo final (1 ^{er} T 2026)	USD 64,9 millones

Fuente: Ejecución Presupuestaria DIPRES. Elaboración CEF

En materia de deuda pública, el saldo del Gobierno Central alcanzó 147,4 billones de pesos al cierre de marzo de 2026, con un incremento de 6,2 billones durante el primer trimestre. De este total, 51,4 billones corresponden a deuda externa y 96,0 billones a deuda interna. Este incremento refleja tanto la necesidad de financiamiento del trimestre —cuyo déficit alcanzó 2,3 billones de pesos, equivalente a un -0,64 % del PIB— como el pago de intereses y amortizaciones de deuda que vencieron durante el período, y el efecto de la depreciación del peso sobre el saldo de deuda externa expresado en moneda nacional.

Finalmente, uno de los hechos más notorios del trimestre en materia fiscal fue la modificación al mecanismo de estabilización de precios de los combustibles (MEPCO). Mediante un Decreto del Ministerio de Hacienda, publicado el 23 de marzo de 2026 en el Diario Oficial, se modificó el número de semanas para el cálculo del precio de paridad de importación, pasándolo de dos a cuatro semanas. Adicionalmente, el 26 de marzo, también en el Diario Oficial, se establecieron medidas transitorias para contener el precio del kerosene doméstico, suspendiendo hasta el 30 de septiembre de 2026 la aplicación del artículo 6 de la ley N°19.030 y facultando al Ministro de Hacienda para incrementar el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP) en hasta USD 60 millones con recursos del Tesoro Público.

El efecto de estas modificaciones es visible en los datos del FEPP. Su saldo pasó de USD 5,0 millones a fines de 2025 a USD 64,9 millones al cierre del primer trimestre de 2026, una variación de +USD 59,9 millones. Este aumento refleja que, al ampliarse de dos a cuatro semanas el cálculo del precio de paridad, el mecanismo comenzó a activarse con menor frecuencia, traspasando de manera más directa las alzas de precios internacionales a los consumidores. En consecuencia, el fondo dejó de absorber las diferencias de precio como lo hacía bajo la metodología anterior, lo que permitió mayor acumulación. Así, la decisión de política implicó un traspaso más rápido del alza de combustibles a los precios finales —lo que a su vez contribuyó a la sorpresa inflacionaria de marzo descrita en la sección de precios—, a cambio de proteger la posición fiscal del fondo y evitar el uso continuo de recursos fiscales en un contexto de persistente presión al alza en los precios internacionales del petróleo, dada la volatilidad inherente del conflicto en Medio Oriente.

Balance Trimestral

El balance final es que el primer trimestre de 2026 dejó un escenario económico más débil de lo esperado. La actividad mostró señales de desaceleración particularmente marcadas en los sectores productores de bienes. Por otro lado, el conflicto en Medio Oriente generó un salto inflacionario no anticipado previamente por el mercado, principalmente a través del aumento en combustibles y las presiones de costos derivadas de aquella situación. De hecho, mientras el IPoM de diciembre de 2025 proyectaba una convergencia de la inflación hacia la meta durante este primer trimestre, el IPoM de marzo de 2026 corrigió dicho escenario y pasó a anticipar una convergencia recién hacia el segundo trimestre de 2027. A ello se sumó un mercado laboral que continúa mostrando señales de deterioro y una situación fiscal que ya venía siendo estrecha, donde si bien se observan esfuerzos de ajuste por parte del gobierno, las holguras fiscales continúan siendo limitadas. Así, el primer trimestre condiciona el resto del año bajo un contexto de menor crecimiento y mayor persistencia inflacionaria.

Referencias

Cox, L. (2024). Great expectations: The effect of unmet labor market expectations after higher education on ideology. *American Journal of Political Science*, 68(4), 1416-1430.

MERCADO DE CAPITALES

El sistema financiero chileno amortigua, no
amplifica



Resumen ejecutivo

Contexto. El sistema financiero chileno enfrenta un escenario externo marcado por mayor volatilidad e incertidumbre asociada al conflicto en Medio Oriente y al endurecimiento de las condiciones financieras globales. Sin embargo, los indicadores de estabilidad financiera continúan mostrando una banca con altos niveles de capitalización y usuarios de crédito relativamente estables, limitando riesgos de amplificación financiera doméstica.

Escenario reciente

- El principal riesgo financiero identificado proviene del entorno internacional.
- Las tasas soberanas globales permanecen elevadas tras el conflicto en Medio Oriente.
- La volatilidad financiera aumentó inicialmente, aunque luego mostró cierta corrección.
- La banca mantiene holguras de capital superiores a los requerimientos regulatorios.
- Los indicadores de vulnerabilidad de hogares y empresas siguen relativamente contenidos.

Factores estructurales

- La implementación de Basilea III ha fortalecido la solvencia del sistema bancario.
- El Banco Central elevó gradualmente el Requerimiento de Capital Contracíclico.
- El mercado inmobiliario continúa condicionado por elevados niveles de stock disponible.
- La mayor presencia de inversionistas externos aumenta sensibilidad a shocks globales.
- Persisten riesgos asociados a altas valorizaciones en sectores vinculados a IA.

Conclusión. La evidencia reciente sugiere que el sistema financiero chileno mantiene una posición de resiliencia frente a un entorno externo más incierto y volátil. Si bien persisten riesgos asociados al financiamiento global, las condiciones de capitalización bancaria y la estabilidad relativa de hogares y empresas apuntan a una capacidad adecuada para absorber shocks externos sin amplificar significativamente las tensiones sobre la economía doméstica.

El sistema financiero chileno amortigua, no amplifica

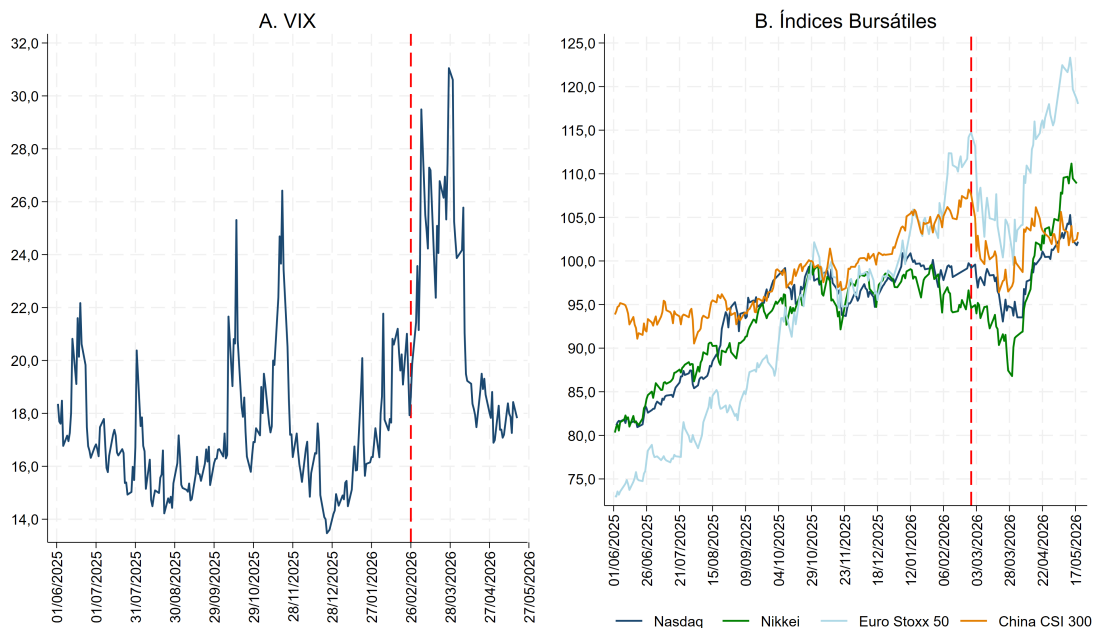
Si bien la economía chilena registró una contracción real anual de 0,5% en el primer trimestre de 2026 respecto del mismo período de 2025, reflejando un escenario de débil dinamismo económico, el más reciente Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del Banco Central muestra que, desde el punto de vista financiero, existen los amortiguadores necesarios para absorber ese deterioro sin que este se amplifique a través del canal financiero. En ese sentido, el IEF da cuenta de una economía con fundamentos financieros sólidos, sin mayores riesgos sistémicos de origen doméstico y con una elevada resiliencia del sistema bancario.

El riesgo principal viene de afuera, no de la economía doméstica

El principal riesgo que identifica el Banco Central proviene de las condiciones de financiamiento externas. En particular, el IEF destaca que un estrechamiento abrupto de estas condiciones, derivado de una profundización del conflicto en Medio Oriente —ya sea por el conflicto mismo o por sus efectos sobre la inflación y el crecimiento mundial— constituye la principal amenaza y fuente de incertidumbre para el mercado financiero chileno en la actualidad.

Posterior al inicio del conflicto, la volatilidad de los mercados financieros subió fuertemente, como muestra el Panel A del Gráfico N°1, al mismo tiempo que los principales índices bursátiles registraron caídas significativas. A medida que las conversaciones y los esfuerzos de negociación comenzaron, estas disrupciones se han ido corrigiendo. En el caso de la volatilidad, la corrección fue a la baja, retornando a niveles similares a los registrados previo al inicio del conflicto. En el caso de las bolsas, la recuperación fue al alza, incluso superando los niveles previos al conflicto. En otras palabras, el mercado está internalizando que el conflicto está pronto a resolverse y que se alcanzarán acuerdos. Sin embargo, el IEF advierte que, si las negociaciones fallan y el conflicto vuelve a intensificarse, las correcciones observadas en las últimas semanas son susceptibles de revertirse, estrechando nuevamente las condiciones de financiamiento global.

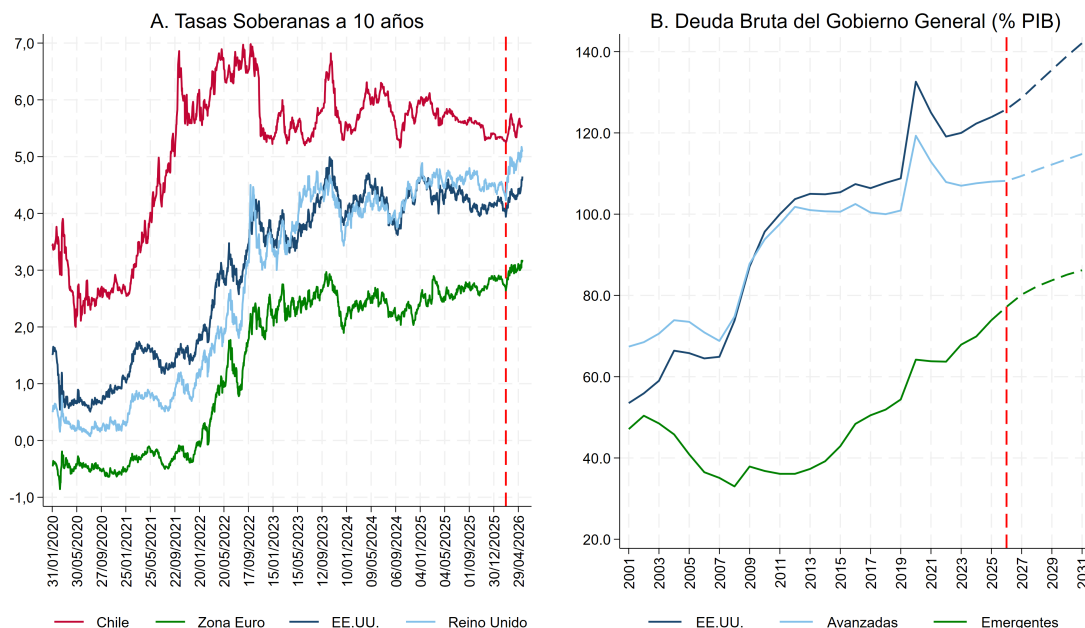
Gráfico N°1: Evolución de los Principales Índices Bursátiles (29 oct. 2025 = Base 100) y la Volatilidad del Mercado (VIX)



Fuente: BCCH. Elaboración CEF

El estrechamiento de las condiciones de financiamiento se puede observar en la evolución de las tasas de interés soberanas. Como muestra el Panel A del Gráfico N°2, tras el inicio del conflicto, las tasas a 10 años han aumentado en las principales economías. Si bien se observa una leve corrección a la baja durante abril, particularmente en algunas economías desarrolladas, el mercado aún considera la situación lo suficientemente incierta como para volver a los niveles de estabilidad observados desde 2025. Esta presión sobre las tasas soberanas se ve además reforzada por el elevado endeudamiento fiscal, particularmente en economías de alto ingreso, como muestra el Panel B del Gráfico N°2. El aumento del gasto en defensa asociado a la incertidumbre mundial presiona adicionalmente las finanzas públicas, contribuyendo a mantener elevados los costos de financiamiento a nivel global.

Gráfico N°2: Evolución Tasas de Bonos Soberanos a 10 años y Deuda del Gobierno General



Fuente: BCCH y FMI. Elaboración CEF

En suma, de acuerdo con el IEF, el principal riesgo financiero para Chile proviene del exterior. La amenaza más relevante es una intensificación del conflicto en Medio Oriente y su efecto sobre las condiciones de financiamiento, reflejado en la evolución de las tasas soberanas. Esto se ve agravado por las crecientes necesidades de financiamiento a nivel mundial, producto del aumento de la deuda pública en economías avanzadas, lo cual presiona la oferta de fondos y tiende a estrechar aún más las condiciones de crédito para todos los agentes, incluidos los gobiernos.

El sistema bancario le entrega resiliencia al sistema

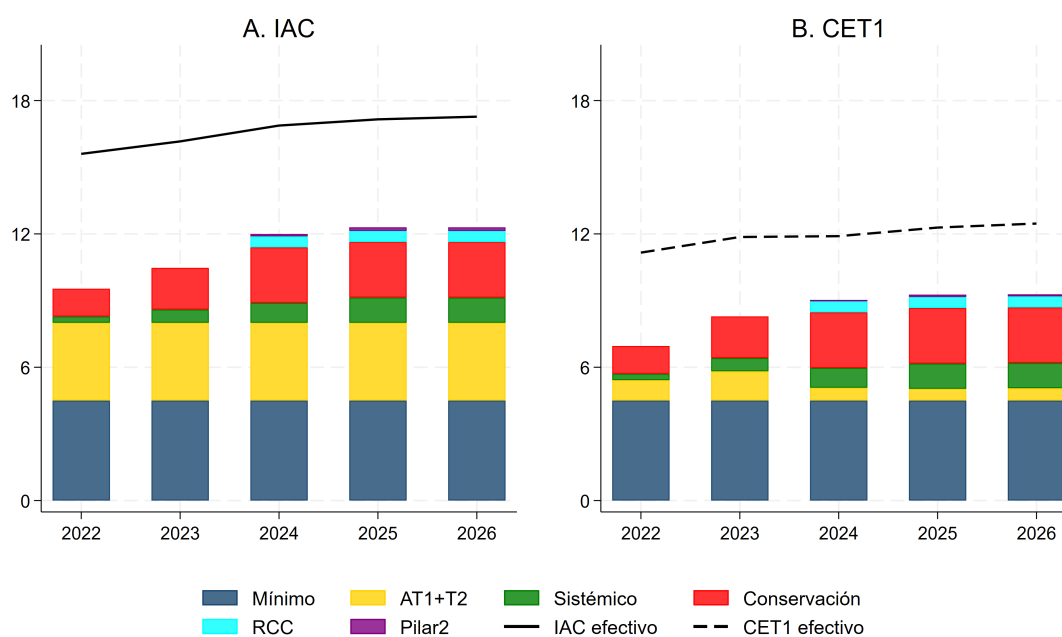
Uno de los mensajes centrales del IEF es que la banca chilena se encuentra en una posición sólida para enfrentar escenarios adversos. Esto es particularmente relevante en un contexto en el que el PIB de la economía chilena, registró una variación real de -0,5% en el primer trimestre de 2026 respecto del mismo período de 2025. Si el sistema bancario no tuviera fundamentales sólidos, es susceptible entonces de amplificar shocks económicos adversos, como en este caso puntual de la situación del Medio Oriente. En Chile, eso no está ocurriendo, ya que, de acuerdo al IEF, el sistema bancario tiene las holguras suficientes para continuar financiando a hogares y empresas sin que los requerimientos regulatorios operen como una restricción.

Para entender la solidez actual del sistema bancario es útil considerar el marco regulatorio bajo el cual opera. Desde 2020, Chile ha venido implementando los estándares de Basilea III, un conjunto de normas internacionales de capital bancario adoptadas tras la crisis financiera global de 2008. Estos estándares exigen que los bancos mantengan niveles mínimos de capital de “alta calidad” en relación con sus activos ponderados por riesgo. La idea es que a mayor riesgo en

la cartera de un banco, más capital propio debe tener para absorber eventuales pérdidas sin comprometer su solvencia ni la estabilidad del sistema.

Como muestra el Gráfico N°3, al cierre del Informe los bancos chilenos mantienen niveles de capital que superan con holgura los requerimientos regulatorios. El gráfico presenta dos paneles, por un lado el panel A muestra la evolución del Índice de Adecuación de Capital (IAC), mientras que el derecho muestra la del Common Equity Tier (CET1). En ambos paneles, las barras apiladas representan los distintos componentes del requerimiento de capital –mínimo, AT1+T2, sistémico, conservación, RCC y Pilar 2–, mientras que las líneas muestran el nivel de capital efectivo que mantienen los bancos. La distancia entre la línea y el tope de las barras es la holgura disponible. Para 2026, la holgura de CET1 alcanza 3,2 puntos porcentuales por sobre los requerimientos exigidos, mientras que la del IAC llega a 5 puntos porcentuales. Estas holguras significan que, incluso si la economía se deteriorara severamente, los bancos tendrían un colchón amplio antes de acercarse a los límites regulatorios.

Gráfico N°3: Requerimientos de Capital del Sistema Bancario



Fuente: IEF BCCH

Las pruebas de tensión realizadas por el Banco Central refuerzan esta conclusión. Estos ejercicios simulan un escenario severo que incluye una contracción abrupta de la actividad económica, un aumento significativo de los costos de financiamiento, una depreciación del peso de 30% y un incremento importante de la volatilidad cambiaria. Incluso bajo estas condiciones extremas, los bancos mantendrían niveles de capital por sobre los requerimientos regulatorios. Esto implica que en los casos más severos de estrés bancario que simuló el Banco Central, el sistema bancario mantendría su solvencia.

Adicionalmente, la rentabilidad de la banca se sitúa por sobre sus promedios históricos, con un retorno sobre activos (ROA) de 1,23%, lo que ha permitido repartos de dividendos superiores a

lo habitual. Además, las condiciones de financiamiento de los bancos se mantienen estables.

En este contexto, el Consejo del Banco Central decidió continuar la convergencia del Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC) desde el actual 0,5 % a un nivel de 1 % de los activos ponderados por riesgo, con un plazo de 24 meses para su cumplimiento. El RCC es un colchón de capital adicional que se construye en tiempos “normales” y que puede ser liberado –total o parcialmente– en situaciones de estrés financiero severo, generando holguras que permitan a los bancos mantener el flujo de crédito a la economía precisamente cuando más se necesita. Que el Banco Central esté aumentando este colchón es una señal de confianza en la capacidad del sistema para absorberlo sin restringir el crédito.

Los usuarios del crédito se mantienen relativamente estables

Pese al escenario macroeconómico más débil descrito en nuestro informe de Economía Nacional, la situación financiera de los principales usuarios del crédito –hogares y empresas– no ha registrado un deterioro significativo desde el informe anterior. La Tabla N°1 resume los principales indicadores de vulnerabilidad financiera, comparando la situación actual con la reportada en el IEF del segundo semestre de 2025.

Tabla N°1: Principales indicadores de vulnerabilidad financiera de usuarios de crédito

Indicador	IEF 2S 2025	IEF 1S 2026	Variación
Empresas			
Deuda agregada (% del PIB)	106 %	103 %	↓
Impago individual (% deuda)	~3,6 %	~3,6 %	→
Carga financiera / ventas	Estable	Estable	→
Deuda en riesgo (% PIB, escenario de tensión)	~2 %	~2 %	→
Hogares			
Endeudamiento (% del PIB)	47 %	46 %	↓
Deuda Impaga Consumo	10,4 %	10,6 %	↑ leve
Deuda Impaga Hipotecario	2,5 %	2,8 %	↑ leve
Deuda con alta carga financiera	29 %	27 %	↓
Deuda en riesgo (% PIB, tensión)	3,0 %	3,1 %	↑ leve
Sector Inmobiliario			
Venta viviendas nuevas (var. anual)	Positiva	+18-19 %	↑
Stock viviendas terminadas	Elevado	Elevado	→

Fuente: IEF Primer Semestre 2026, BCCH. Elaboración CEF

Como se observa en la tabla, los indicadores de vulnerabilidad de las empresas muestran una

leve mejora o estabilidad respecto del informe anterior. La deuda agregada como porcentaje del PIB se redujo de 106 % a 103 %, explicada por el crecimiento del producto, la apreciación del peso durante 2025 y un avance moderado de las colocaciones comerciales. El impago bancario de las empresas se mantuvo estable en 3,6 % de la deuda, cifra que si bien permanece por sobre los niveles prepandemia, no ha seguido deteriorándose. La carga financiera sobre ventas tampoco registró cambios significativos. En un escenario de tensión severo, la deuda comercial en riesgo se mantendría en torno al 2 % del PIB, nivel similar al reportado previamente.

En el caso de los hogares, el endeudamiento agregado descendió levemente a 46 % del PIB. El indicador de deuda en impago para créditos de consumo aumentó levemente en 0,2pp mientras que en el segmento hipotecario se observó un aumento moderado a 2,8 %. Un dato positivo es que la proporción de deuda en manos de hogares con alta carga financiera bajó de 29 % a 27 %, lo que indica una mejora en la composición del riesgo crediticio de los hogares.

El sector inmobiliario residencial presenta un panorama mixto. Las ventas de viviendas nuevas han mostrado un impulso significativo, con incrementos anuales de 18–19 %, apoyadas por el programa FOGAES y el subsidio a la tasa de interés. Sin embargo, la principal vulnerabilidad del sector persiste en cuanto el stock de viviendas terminadas disponibles para la venta se mantiene en niveles históricamente elevados, requiriendo 19 meses para su absorción frente a un promedio de 7 meses entre 2011–2019. Se espera que la recuperación del sector continúe de forma gradual, condicionada por el entorno macroeconómico y financiero.

Indicadores a vigilar

Si bien el panorama financiero doméstico es relativamente favorable, el IEF identifica un conjunto de factores de riesgo que requieren monitoreo continuo. El denominador común de estos riesgos es que su origen es predominantemente externo, es decir, la principal fuente de vulnerabilidad para el mercado de capitales chileno no proviene de la economía doméstica, sino del entorno internacional.

El riesgo más relevante sigue siendo una intensificación o prolongación del conflicto en Medio Oriente. Un escenario de este tipo se caracterizaría por un aumento de la aversión al riesgo global, mayores costos de financiamiento, depreciación de monedas emergentes y una reducción del financiamiento disponible para estas economías. A esto se sumarían los efectos reales sobre la actividad y la inflación mundial a través de restricciones en el suministro de petróleo, afectando la capacidad de pago de los usuarios de crédito. Este es el escenario que las pruebas de tensión del Banco Central intentan capturar, y frente al cual la banca chilena muestra capacidad de resistencia.

Un segundo factor a monitorear es la situación fiscal tanto a nivel global como local. A nivel internacional, el elevado endeudamiento público en economías avanzadas y las presiones de mayor gasto en defensa podrían mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles altos, encareciendo el financiamiento para todos los agentes. Un manejo prudente de las cuentas fiscales es fundamental para preservar adecuadas condiciones de financiamiento en la economía

doméstica.

Un tercer elemento es la evolución de los inversionistas institucionales en el mercado de renta fija local. El IEF documenta un aumento en la participación de inversionistas no residentes en la deuda soberana en pesos, lo cual contribuye a la liquidez y profundidad del mercado, pero también podría elevar la sensibilidad a shocks externos, dado que algunos de estos inversionistas tienden a tener horizontes de inversión más cortos. Adicionalmente, los fondos mutuos han incrementado significativamente su exposición a bonos bancarios, y los fondos de pensiones mantienen posiciones elevadas en derivados de tasas de interés, lo que podría acotar su rol estabilizador ante episodios de volatilidad. Estos cambios en la composición del mercado de renta fija ameritan seguimiento, particularmente en el contexto de la transición hacia fondos generacionales en el marco de la reforma previsional.

Finalmente, no es descartable un escenario de reversión abrupta de precios de activos asociados a cambios en las expectativas sobre los beneficios de la inteligencia artificial. Las altas valoraciones en este sector, concentradas en un grupo reducido de compañías, siguen descansando en utilidades futuras que podrían no materializarse, y una corrección podría contagiar mercados de crédito privado y renta fija a nivel global.

En suma, la conclusión principal del IEF es que la economía chilena cuenta con solidez macroeconómica y estándares de regulación y supervisión financiera robustos. El marco institucional incluye herramientas para enfrentar escenarios excepcionales y mecanismos de coordinación entre autoridades. La banca ha fortalecido su base de capital conforme a los estándares de Basilea III, y el Requerimiento de Capital Contracíclico aumenta la resiliencia del sistema bancario al constituir un colchón que puede ser liberado ante situaciones de estrés severo. Así, el sistema financiero chileno está preparado para contener shocks, no para amplificarlos. Esta es una diferencia fundamental respecto de economías donde las debilidades financieras se suman a las debilidades de la economía real, generando un círculo vicioso. En Chile, los fundamentos financieros actúan como un amortiguador, no como un amplificador.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

El Problema Demográfico y la Urgencia de
subir la Edad Legal de Pensión



mayo 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. El envejecimiento poblacional ha comenzado a generar una presión creciente sobre el sistema previsional y las finanzas públicas, particularmente a través del aumento del gasto asociado a la PGU y al Pilar Solidario. En paralelo, el número de pensionados por vejez continúa creciendo a tasas superiores al avance de la población mayor de 65 años, mientras la edad efectiva de jubilación se ha mantenido relativamente estable durante la última década.

Evidencia reciente

- La población de 65 años y más casi se duplicó entre 2010 y 2026.
- El gasto previsional explicó cerca de un 20 % del aumento del gasto fiscal en 2025.
- Los pensionados por vejez crecieron un 7,9 % anual en marzo de 2026.
- El retiro programado y las rentas vitalicias muestran alzas superiores al 12 %.
- La población entre 15 y 24 años redujo su peso relativo en la última década.

Desafíos y perspectivas

- La edad efectiva de jubilación masculina se mantiene cerca de 65 años.
- Las mujeres han aumentado marginalmente su edad promedio de retiro.
- La expectativa de vida posterior a la jubilación continúa aumentando gradualmente.
- Los incentivos recientes para postergar el retiro muestran efectos aún acotados.
- El envejecimiento demográfico podría intensificar presiones fiscales estructurales.

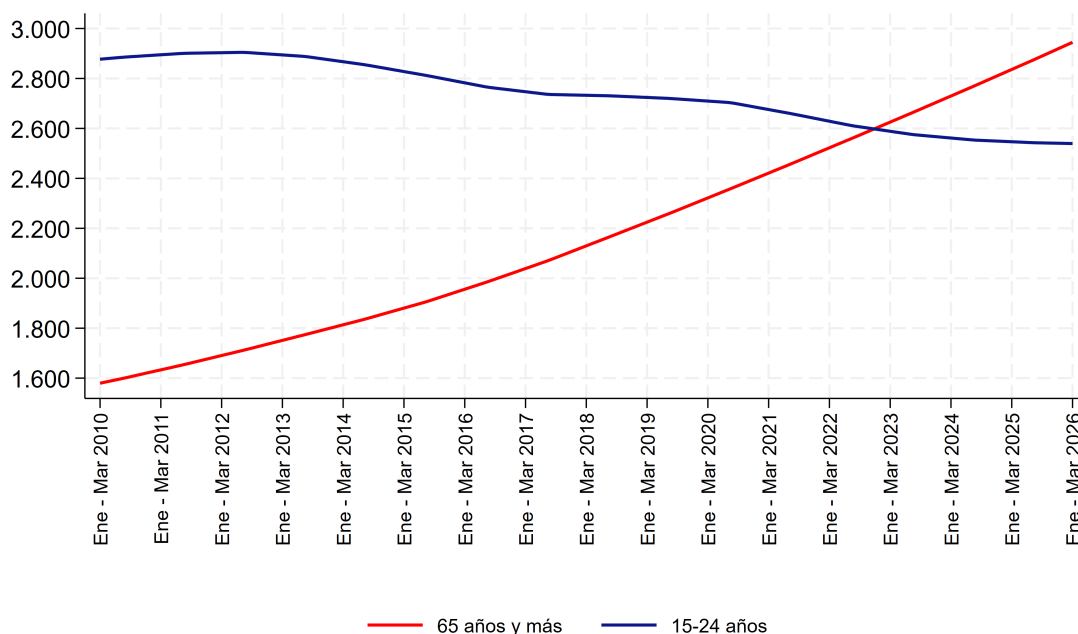
Conclusión. La evidencia reciente sugiere que el proceso de envejecimiento poblacional está aumentando gradualmente las presiones sobre el sistema previsional y el gasto público. En este contexto, el debate sobre la edad legal de jubilación podría adquirir mayor relevancia en los próximos años, particularmente considerando la evolución de la expectativa de vida y la sostenibilidad fiscal de largo plazo. Cualquier ajuste, sin embargo, requeriría mecanismos graduales y consideraciones de equidad laboral y previsional.

El Problema Demográfico y la Urgencia de subir la Edad Legal de Pensión

El ítem de prestaciones previsionales, componente del gasto corriente del gobierno central, explicó en 2025 un 20 % del aumento del gasto del gobierno central, debido principalmente al impacto fiscal que ha tenido la PGU, a lo que se suma el envejecimiento poblacional, que está generando una presión importante en las finanzas públicas. El aumento de este componente del gasto fue de un 3,7 % real, y de un 3,9 % real en el primer trimestre de este año.

Tomando datos de la Encuesta de Empleo del INE, podemos ver que entre 2010 y 2026 la población de 65 años y más prácticamente se duplicó, pasando de 1,6 millones de personas a casi 3 millones. En 2010 ese segmento etario representaba un 12 % de los mayores de 15 años, y actualmente ese porcentaje llega casi a un 18 %. Lo contrario se observa en la población entre 15 y 24 años, que era un 22 % en 2010 y ahora llega a un 15 % de los mayores de 15 años. El siguiente gráfico ilustra este comportamiento:

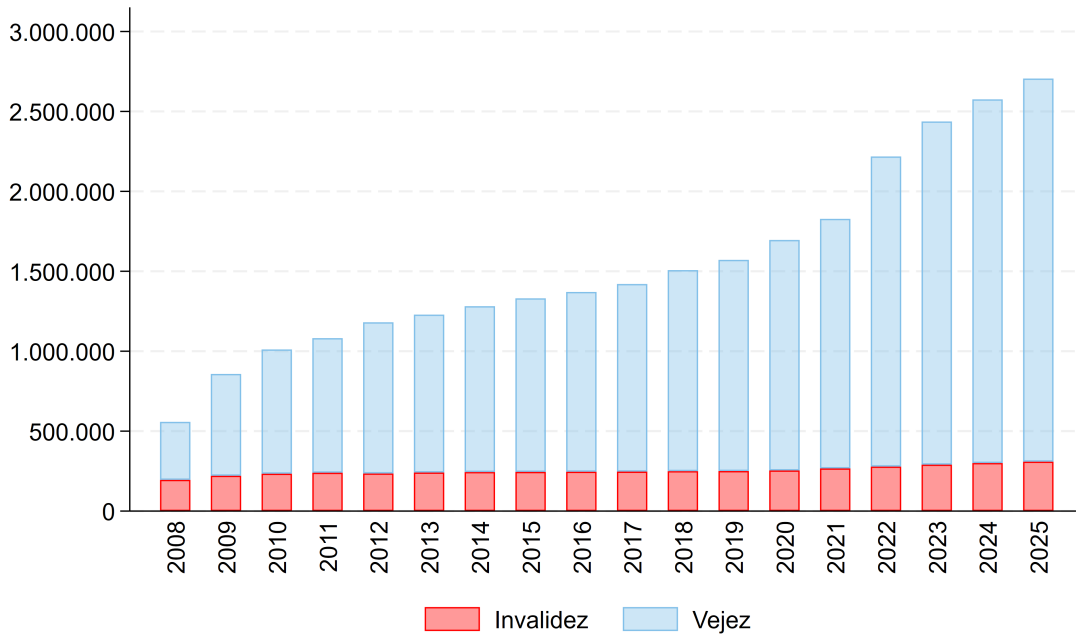
Gráfico N°1: Población entre 15 y 24 años y de 65 años y más (miles)



Fuente: ENE INE. Elaboración CEF

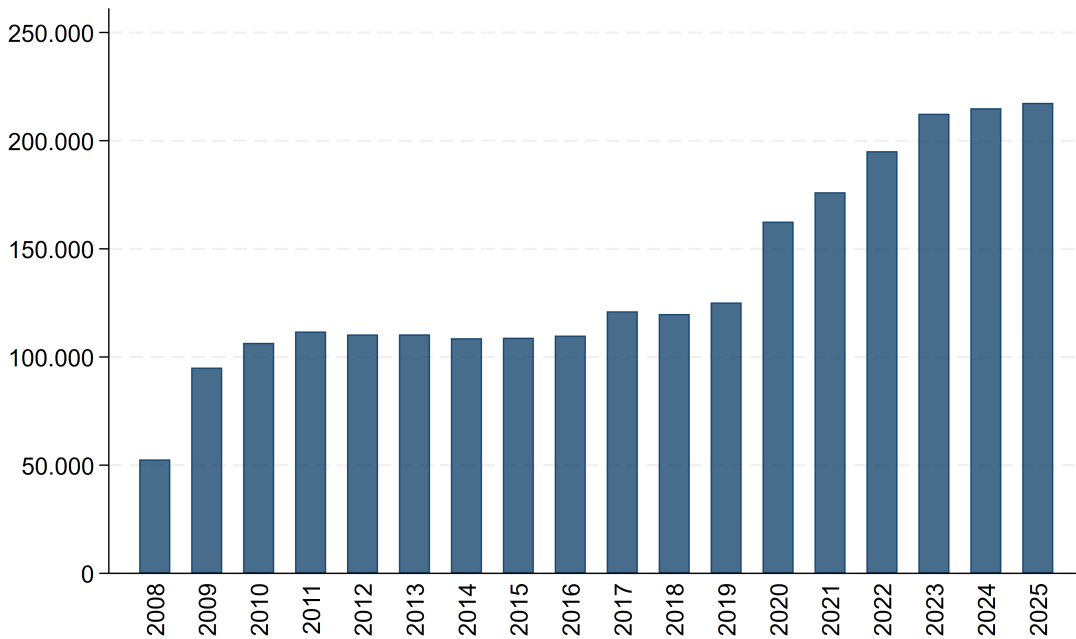
Por otro lado, de acuerdo con las estimaciones poblacionales de CELADE, la población de 65 y más crecerá a una tasa de 3,4 % promedio anual en el próximo quinquenio, lo que genera por esa sola razón un mayor gasto fiscal en la PGU, a lo que se suma el aumento gradual en el monto que se aprobó en enero de 2025. Como resultado, el gasto del Pilar Solidario Previsional ha aumentado en forma significativa, tanto por un mayor número de beneficiarios, como también por un mayor beneficio promedio por beneficiario, como muestran los siguientes gráficos:

Gráfico N°2: Número de beneficiarios del Pilar Solidario Previsional



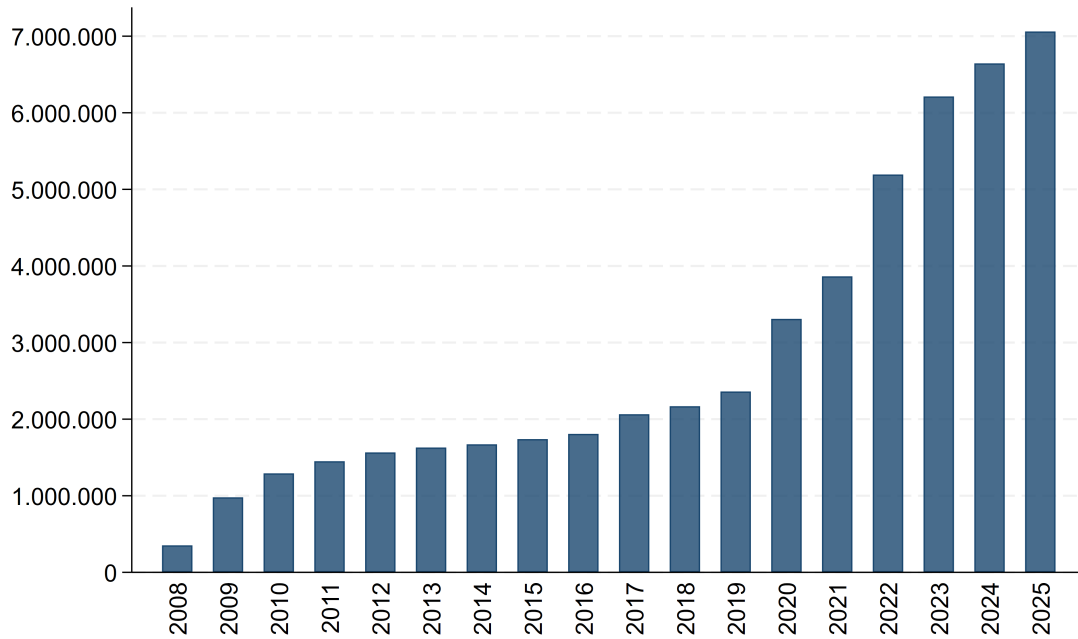
Fuente: Informe Anual Consejo Consultivo Previsional. Elaboración CEF

Gráfico N°3: Beneficio Promedio Mensual del Pilar Solidario Previsional (\$ de 2025)



Fuente: Informe Anual Consejo Consultivo Previsional y BCCH. Elaboración CEF

Gráfico N°4: Gasto Total del Pilar Solidario Previsional (\$ millones de 2025)

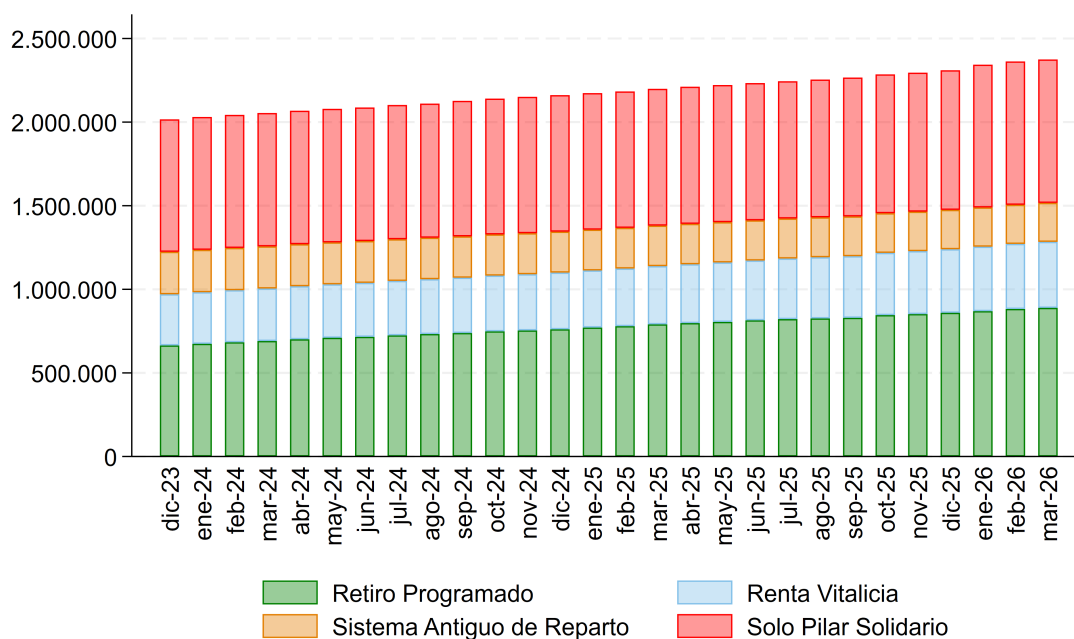


Fuente: Informe Anual Consejo Consultivo Previsional y BCCH. Elaboración CEF

Esta situación previsional es entonces una razón muy justificada del objetivo de aumentar el crecimiento de tendencia, ya que el Pilar Solidario tendrá una demanda de recursos que sólo por la demografía crece más que el PIB de tendencia actual, y más, por lo tanto, que los ingresos fiscales.

Lo anterior se ve reforzado con los datos recientes del comportamiento de las pensiones de vejez que publica la Superintendencia de Pensiones, con información a partir de diciembre de 2023, clasificados de acuerdo con la modalidad de pensión. El gráfico a continuación muestra esas cifras:

Gráfico N°5: Número de Pensionados por Vejez de acuerdo con la modalidad



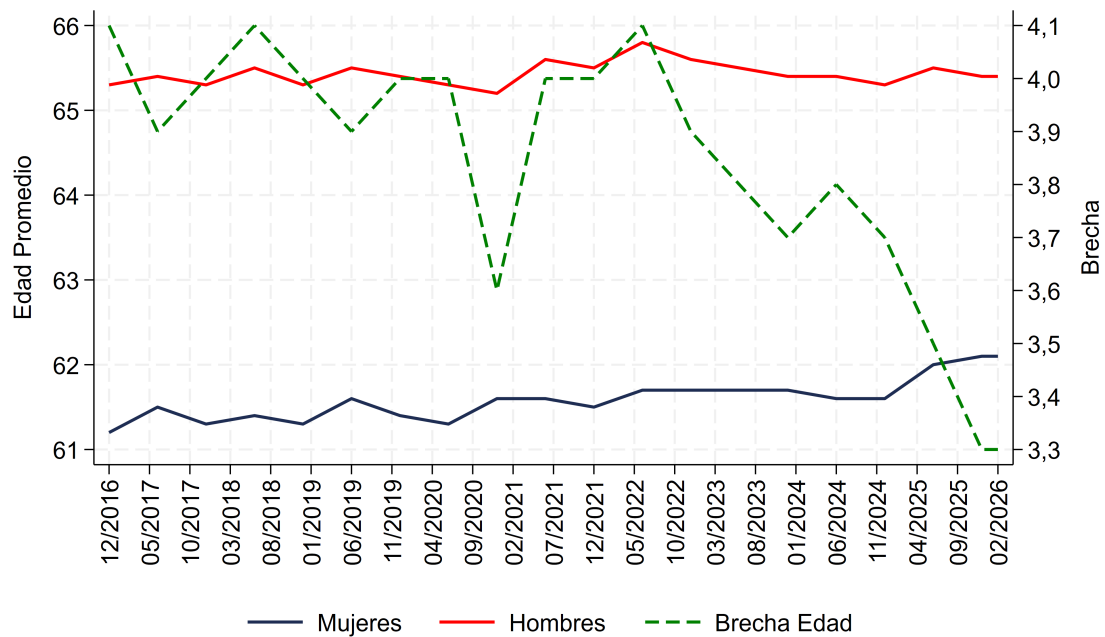
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

En marzo de 2026 el total de pensionados por vejez subió un 7,9 % en doce meses, ritmo de crecimiento similar al del último año, cifras que resultan bastante superiores al crecimiento de la población de 65 años y más, en torno a 3,8 %. Los pensionados por retiro programado crecen un 12,5 % y los pensionados por renta vitalicia, un 13,4 %. Son cifras de crecimiento muy altas, que dan cuenta de una realidad demográfica preocupante. No parecen claras las razones detrás de este aumento tan significativo del stock de jubilados, que supera con creces el crecimiento de la población de 65 años y más ¿personas que postergaron su jubilación en años anteriores? Podría ser una causa, pero que tampoco se ve claramente en las edades de jubilación.

La edad efectiva de jubilación ha subido levemente entre 2016 y 2026, pero en forma muy marginal como muestra el siguiente gráfico de la edad promedio ponderado de los nuevos jubilados por vejez. Recordemos que nuestra legislación establece una edad mínima de 65 años para los hombres y 60 para las mujeres¹, pero existe plena libertad para postergar esa edad de retiro. La edad promedio de jubilación de los hombres se ha mantenido prácticamente constante en la última década, en torno a los 65,4 años. Para las mujeres se observa un aumento, de 61,2 años en diciembre de 2016 a 62,1 años en febrero 2026. Esto ha permitido que se reduzca la brecha de edad entre ambos, de 4,1 a 3,3 años entre hombres y mujeres.

¹Bajo ciertas condiciones de monto de ahorro acumulado e ingresos imponible, las personas pueden optar por jubilarse anticipadamente.

Gráfico N°6: Edad promedio de jubilación de nuevos pensionados en el mes

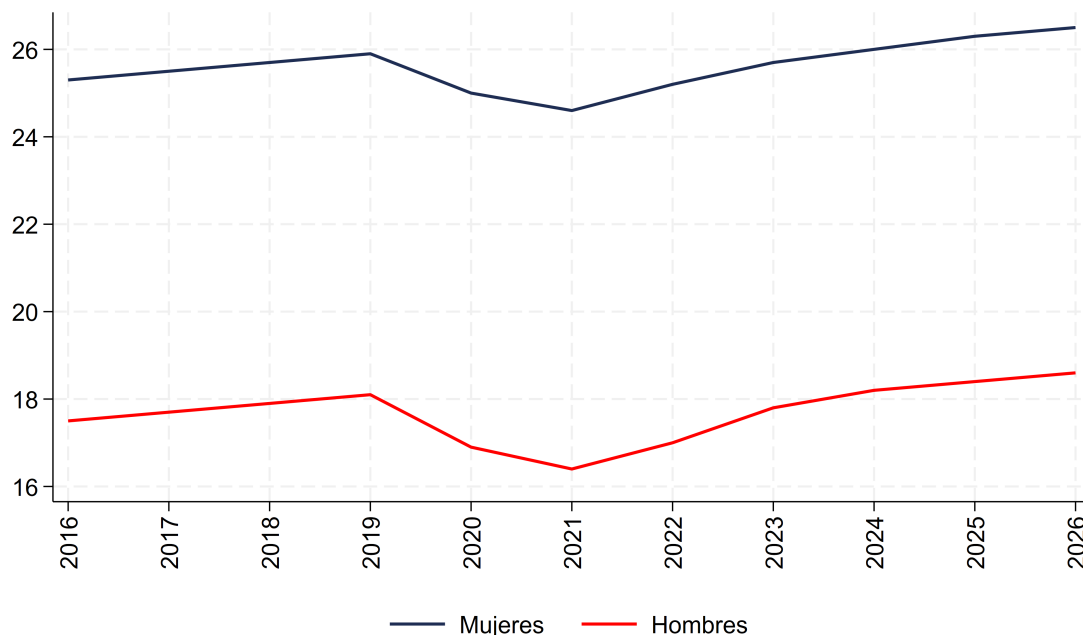


Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CEF

En los últimos años se han ido estableciendo algunos incentivos a postergar la edad de jubilación, los cuales, a juzgar por los datos, han tenido escaso efecto, probablemente en parte producto del desconocimiento de los beneficios. Lo primero es que la PGU, distinto a lo que eran la Pensión Básica Solidaria (PBS) y el Aporte Previsional Solidario (APS), no exige estar jubilado para recibir el beneficio. Adicionalmente, la reforma aprobada el año pasado estableció el beneficio por años cotizados, y más importante aún, la compensación por expectativa de vida a las mujeres —el llamado bono tabla— cuyo monto depende que de las mujeres efectivamente posterguen la edad de jubilación hasta los 65, ya que, en ese caso, reciben el monto máximo de compensación. Vemos en el Gráfico N°6 que este beneficio podría haber tenido algún efecto, ya que entre diciembre de 2024 y junio de 2025 la edad promedio de jubilación aumentó en cuatro meses. No es un impacto significativo, y no hay aún datos suficientes para corroborar que los incentivos han generado un cambio, aunque al menos sube más que la edad efectiva de jubilación masculina.

Es evidente que queda tarea pendiente en esta materia, ya que en la última década la expectativa de vida posterior a la edad de jubilación, tanto de hombres como de mujeres ha subido en más de un año, mientras la edad de jubilación de los hombres se ha mantenido, y la de mujeres ha subido en 11 meses. Entonces, el aumento de edad de jubilación promedio para las mujeres ni siquiera compensa la mayor expectativa de vida.

Gráfico N°7: Expectativa de vida de mujeres y hombres posterior a los 60 y 65 años, respectivamente²



Fuente: Informe Anual Consejo Consultivo Previsional y BCCH. Elaboración CEF

La conclusión del análisis anterior es evidente; es urgente subir la edad legal de jubilación. Esto podría atenuar la presión sobre las finanzas públicas que genera la PGU. Adicionalmente, el leve aumento en la edad de jubilación de las mujeres, que podría estar relacionado al beneficio que entrega el bono tabla es apenas suficiente para compensar la mayor expectativa de vida. En el caso de los hombres, la edad de jubilación se mantiene, a pesar de la mayor expectativa de vida, lo que daña las pensiones.

Por supuesto, no se trata de subir la edad de jubilación de los que están prontos a jubilar, sino de las generaciones más jóvenes. Esto se podría acompañar con ir subiendo en forma muy gradual (un mes por año, por ejemplo) la entrega de la PGU, lo que la haría más fiscalmente sostenible de lo que es actualmente. En términos de diseño, una meta razonable sería alcanzar los 65 años para mujeres y 67 para hombres en un horizonte de 20 años. La norma OCDE promedia hoy 65 años para mujeres y entre 65 y 67 para hombres, haciendo de Chile una excepción incluso en el contexto latinoamericano. Varios países —Suecia, Dinamarca y Portugal entre ellos— han avanzado más aún, vinculando la edad legal de jubilación automáticamente al crecimiento de la esperanza de vida, lo que evita el rezago que hoy observamos.

La objeción de equidad que inevitablemente surgirá en el debate público merece ser anticipada: una fracción importante de los trabajadores, especialmente mujeres en empleos informales o de alta exigencia física, difícilmente puede prolongar su vida laboral hasta los 65 o 67 años. Un diseño bien calibrado debe contemplar excepciones para este grupo —por ejemplo, regímenes diferenciados según densidad de cotización o tipo de ocupación—, de modo que el aumento de

²La caída que se observa en 2020 y 2021 se explica por la pandemia del Covid 19.

edad aplique principalmente a quienes tienen trayectorias laborales formales y continuas. Sin esa salvaguarda, la propuesta es políticamente vulnerable y socialmente regresiva.

TEMA DE ANÁLISIS

Índice de Precios de Exportaciones Relevantes
(IPER)



Maximiliano Villalobos
Investigador CEF ESE Business School
Universidad de Los Andes

mayo 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. Dada la alta dependencia de la economía chilena de sus exportaciones, contar con indicadores oportunos del ciclo externo resulta clave para el análisis macroeconómico. En este contexto, el Índice de Precios de Exportaciones Relevantes (IPER) **elaborado por el Centro de Estudios Financieros**, surge como una herramienta de alta frecuencia (semanal) que busca capturar las fluctuaciones de los precios externos más relevantes para Chile, superando las limitaciones de índices globales que no reflejan la estructura exportadora del país.

Construcción y representatividad del IPER

- El índice cubre ocho productos clave que representan cerca del 64 % de las exportaciones chilenas.
- Utiliza precios internacionales y ponderadores basados en datos de exportaciones semanales del BCCH.
- Se construye como un índice de Laspeyres geométrico encadenado.
- Incorpora distintas ventanas de promedio móvil para balancear reactividad y estabilidad.
- La frecuencia semanal permite capturar cambios en tiempo real del entorno externo.

Resultados y relación con el ciclo económico

- El IPER refleja los principales ciclos de commodities desde 2003, incluyendo el superciclo y el repunte post-pandemia.
- El cobre domina la dinámica del índice, con contribuciones crecientes del litio en años recientes.
- Se observa una alta correlación con el IMACEC, especialmente a horizontes de 3 y 6 meses (consistente con rezagos en el traspaso de precios a la actividad).
- El índice anticipa parcialmente la actividad económica con rezagos de algunos meses.
- Su poder explicativo varía según el período, siendo menor en fases de desacoplamiento interno-externo.

Conclusión. El IPER constituye una herramienta útil para el seguimiento del ciclo externo relevante para Chile, al incorporar de manera oportuna la evolución de los precios de sus principales exportaciones. Si bien muestra una relación significativa con la actividad económica, su capacidad predictiva depende del contexto y de la interacción con factores internos. En este sentido, el índice debe entenderse como un complemento analítico relevante, más que como un predictor único del ciclo económico.

Índice de Precios de Exportaciones Relevantes

Motivación

Chile es una de las economías más abiertas y más especializadas en exportaciones de materias primas de América Latina. Los commodities —y otros productos relevantes—, en particular el cobre, que representa en promedio cerca del 50 % de las exportaciones totales, determinan en gran medida los términos de intercambio, los ingresos fiscales, el tipo de cambio real y, en última instancia, el ciclo económico interno. Contar con un índice de precios de alta frecuencia para estos bienes es, por tanto, fundamental para el seguimiento de la coyuntura económica chilena.

Si bien existen índices internacionales de commodities y exportaciones, ninguno refleja la canasta exportadora específica de Chile. Para estos índices, sus pesos están determinados por producción o mercados financieros globales, no por lo que Chile efectivamente exporta.

En este contexto, el Índice de Precios de Exportaciones Relevantes (IPER) constituye un índice nuevo desarrollado por el Centro de Estudios Financieros (CEF), cuya primera difusión se realiza en este informe de mayo (N°101), tras haberse alcanzado en abril el hito del informe N°100. El IPER refleja fielmente la canasta exportadora semanal chilena, a diferencia de índices globales. Además, la frecuencia semanal —frente a la mensual de estadísticas como el IPC o el IMACEC— permite capturar movimientos de precios de manera más oportuna, siendo especialmente útil para el seguimiento en tiempo real de la coyuntura externa y para informar decisiones de política económica y de inversión. Esta publicación tiene, además, un carácter de difusión inicial debido a que, a partir de ahora, el índice será actualizado de manera permanente cada semana en una plataforma web del CEF, junto con un informe semanal que dará cuenta de sus principales movimientos y tendencias.

Selección de la Canasta de Productos

Criterio de selección

El BCCH publica semanalmente datos de exportaciones para un conjunto de productos primarios clasificados por categoría. De ese universo se seleccionan los bienes que cumplen al menos dos condiciones: (i) son productos con **precios internacionales** disponibles en Bloomberg a frecuencia diaria (o semanal), y (ii) tienen **participación sistemática y significativa** en la canasta exportadora chilena.

Es importante destacar que no todos los bienes publicados por el BCCH en la canasta exportadora son relevantes para propósitos de construcción del índice. El IPER excluye estos bienes y se concentra en commodities y productos claves para la canasta exportadora chilena.

Los ocho productos de la canasta

Tabla N°1: Productos Considerados en el IPER

Producto	Código API del BCCH	Ticker Bloomberg	Part. prom. exp. totales
Cobre	F068.B1.FLU.A1.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	LMCADY Comdty	49,9 %
Salmón	F068.B1.FLU.C13.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	NOSMFSVL Index	4,4 %
Oro	F068.B1.FLU.A6.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	XAU Curncy	1,4 %
Hierro	F068.B1.FLU.A4.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	ISIX62IU Index	1,3 %
Litio	F068.B1.FLU.A8.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	L4CNVHTQ AMTL Index	1,2 %
Molibdeno	F068.B1.FLU.A7.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	M3CNVTYJ AMTL Index	0,7 %
Celulosa	F068.B1.FLU.C4.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	OPL1 Comdty	0,2 %
Plata	F068.B1.FLU.A5.0.C.N.Z.Z.Z.Z.6.0.D	XAG Curncy	0,5 %

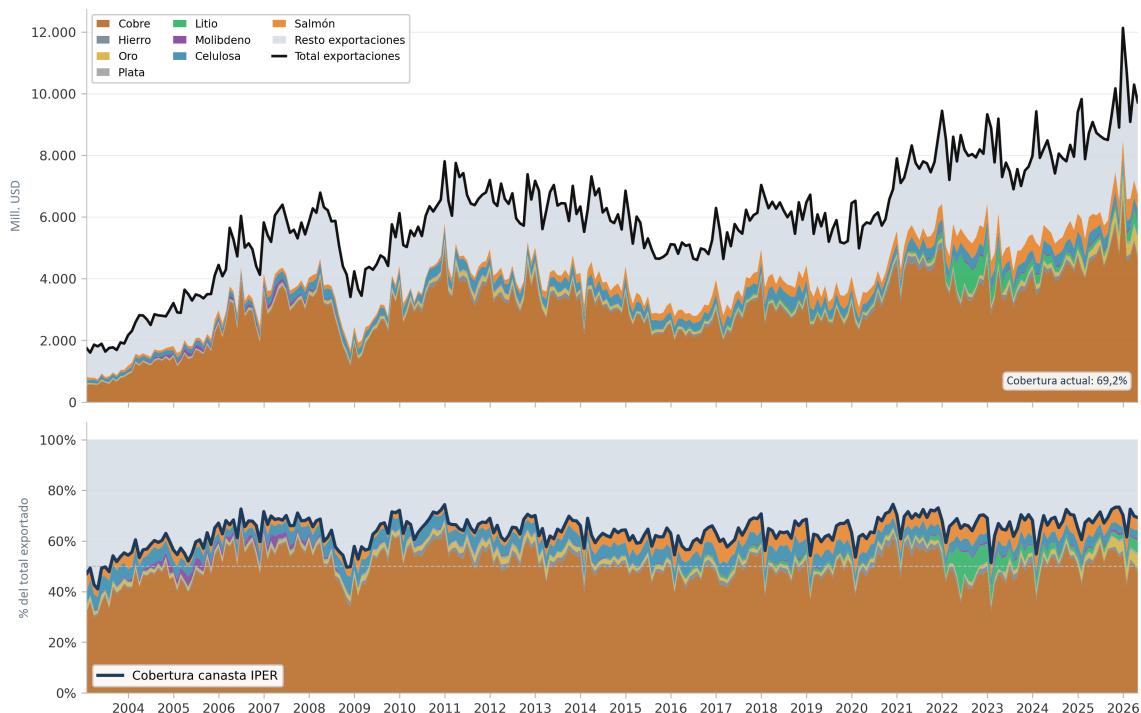
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y Banco Central de Chile

Representatividad de la canasta

El Gráfico N°1 muestra la participación de la canasta IPER en las exportaciones totales de Chile entre enero de 2003 y Abril 2026. Los resultados son los siguientes:

- La canasta representa en promedio el 63,9 % de las exportaciones totales.
- La mediana es 64,7 %, indicando distribución prácticamente simétrica.
- En el 96,8 % de los meses la cobertura supera el 50 %.
- En el 99,3 % de los meses supera el 45 %.
- El mínimo observado fue 41,0 % (Abr-2003, periodo inicial con datos más escasos) y el máximo 74,5 % (Nov-2020).

Gráfico N°1: Canasta IPER en las Exportaciones Semanales de Chile



Fuente: BCCH. Elaboración CEF

El panel inferior confirma que la cobertura es estructuralmente estable en torno al 55–65 % durante dos décadas. Las variaciones de corto plazo reflejan movimientos de precios relativos —cuando el cobre cae abruptamente respecto a otras exportaciones no cubiertas— y no afectan la representatividad fundamental del índice.

Metodología

Referencia metodológica BCRA

La metodología del IPER replica directamente el *Índice de Precios de Materias Primas* publicado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA, 2019), adaptándolo a la estructura exportadora de Chile y a la disponibilidad de datos del BCCH. La justificación es doble: (i) el BCRA ha empleado y validado esta fórmula desde 2001, publicando su metodología de manera transparente, y (ii) la estructura de exportaciones argentinas —también concentrada en pocas materias primas— ofrece un paralelo conceptual válido con el caso chileno.

La principal diferencia es la fuente de los pesos. El BCRA usa datos mensuales del INDEC, mientras que el IPER aprovecha la publicación semanal del BCCH, permitiendo una actualización de mayor frecuencia. Asimismo, el IPER ofrece cinco ventanas de promedio móvil en lugar de la única MA12 mensual (=MA52 semanal) del BCRA.

Fórmula: Laspeyres Geométrico Encadenado

El IPER es un **Índice de Laspeyres geométrico encadenado**. A diferencia de un Índice de Laspeyres clásico, el encadenamiento permite actualizar los pesos período a período, evitando sesgos de base fija como los que presenta un índice de Laspeyres clásico. Como por ejemplo ocurre con el Índice de Precios al Consumidor (IPC) que presenta pesos fijos en el año base.

La fórmula de actualización período a período es:

$$IPER_t = IPER_{t-1} \times \exp \left(\sum_i \omega_{i,t}^k \times \ln \left(\frac{p_{i,t}}{p_{i,t-1}} \right) \right) \quad (1)$$

Equivalentemente, en forma de producto de potencias:

$$IPER_t = IPER_{t-1} \times \prod_i \left(\frac{p_{i,t}}{p_{i,t-1}} \right)^{\omega_{i,t}^k} \quad (2)$$

Tabla N°2: Definición de Variables del IPER

Símbolo	Definición
$IPER_t$	Valor del índice en el período semanal t .
$p_{i,t}$	Precio internacional del producto i en la semana t .
$\omega_{i,t}^k$	Peso del producto i en t , calculado como promedio móvil de k semanas sobre valores de exportación semanal presentados por el BCCH.
i	Cobre, hierro, plata, oro, molibdeno, litio, celulosa, salmón.

Fuente: Elaboración CEF en base a metodología del BCRA

Pesos: promedio móvil de exportaciones BCCH

Los pesos $\omega_{i,t}^k$ se calculan como la participación de cada producto en el total de exportaciones de la canasta, promediada sobre una ventana de k semanas *previas*:

$$\omega_i^k(t) = \frac{\left[\sum_{j=1}^k x_i(t-j) \right]}{\left[\sum_{j=1}^k \sum_i x_i(t-j) \right]} \quad (3)$$

donde $x_i(t-j)$ es el valor semanal de exportaciones del producto en la semana $t-j$, publicado por el BCCH. La normalización se realiza solo sobre los productos de la canasta (denominador = suma de los 8 productos), de manera que los pesos sumen exactamente 1,0 en cada período, siguiendo la convención del BCRA.

Los productos van entrando al índice de acuerdo a la primera fecha con precios en los datos de Bloomberg. Por ejemplo, para el hierro esto ocurre en 2011, el litio en 2007, etc. Dado lo anterior, cuando un producto no tiene dato disponible en una semana (e.g., hierro previo a 2011), el peso

se redistribuye proporcionalmente entre los productos con dato, renormalizando el denominador. Esto garantiza $\sum_i \omega_i^k = 1$ en todo momento.

Ventanas de promedio móvil disponibles

El IPER se calcula para cinco horizontes. La elección implica un trade-off entre reactividad (ventanas cortas) y estabilidad de pesos (ventanas largas) como muestra la siguiente tabla:

Tabla N°3: Horizontes de Cálculo del IPER y sus Características

Variante	Semanas	Equivalente	Característica principal
MA4	4	~1 mes	Máxima reactividad; pesos más volátiles
MA8	8	~2 meses	Balance entre reactividad y suavidad
MA13	13	~3 meses	Captura ciclos trimestrales; reduce ruido
MA26	26	~6 meses	Pesos semiestructurales; ciclo de mediano plazo
MA52 [REF]	52	~12 meses	Equivalente al BCRA; pesos cuasi-estructurales

Fuente: Elaboración CEF

Datos y periodicidad

Precios: Bloomberg Terminal, frecuencia diaria para todos los productos excepto el salmón (NOSMFSVL Index, cotización semanal en NOK/kg).

Exportaciones (pesos): API del Banco Central de Chile. Exportaciones semanales en millones de dólares.

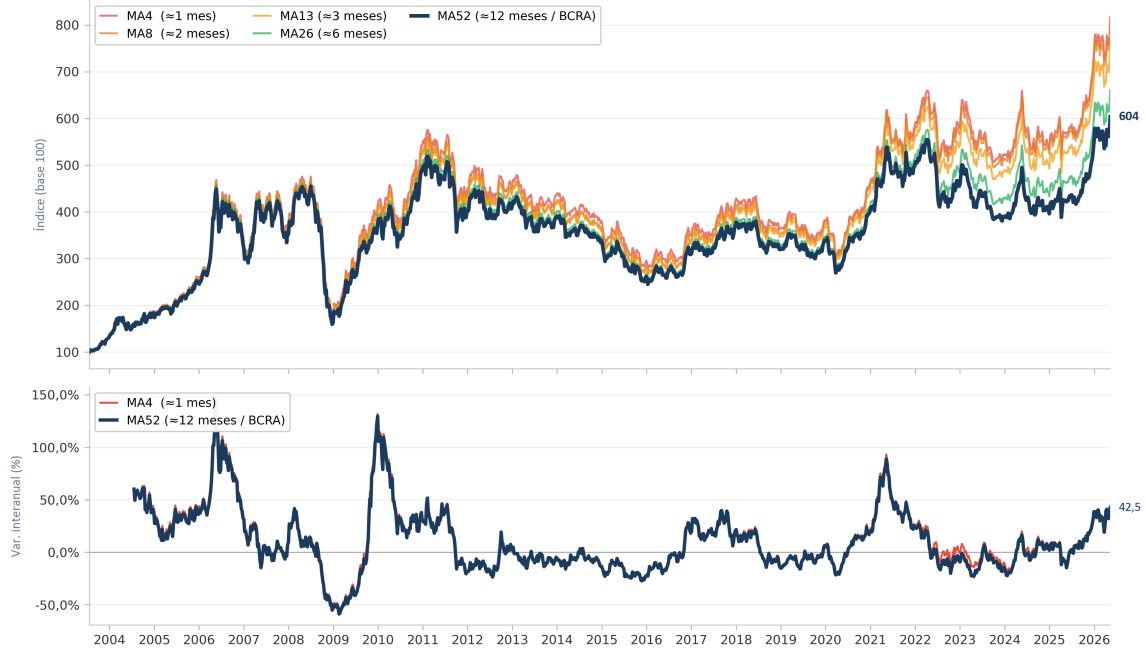
Frecuencia y base: semanal (dado la restricción de precios del salmón y la importancia de este en la canasta exportadora), convención W-TUE (martes). Base = 100 en la semana del 22 de julio de 2003 (primera con datos completos).

Resultados del Índice

Evolución del IPER: comparación de variantes MA

El Gráfico N°2 muestra el nivel del IPER para las cinco ventanas MA (panel superior) y la variación interanual de MA4 y MA52 (panel inferior). El índice alcanzó 817,5 en la semana del 12 de mayo de 2026 (MA4), acumulando una variación de +717,5 puntos desde la base de jul-2003. El máximo histórico fue 817,5 en la semana recién pasada, debido a los históricos precios del cobre. Los principales ciclos corresponden al superciclo de commodities (2004–2011), el ajuste post-superciclo (2012–2015), la recuperación gradual (2016–2020) y el fuerte repunte post-pandemia (2020–2022).

Gráfico N°2: IPER para Chile – Laysperes Geométrico Encadenado

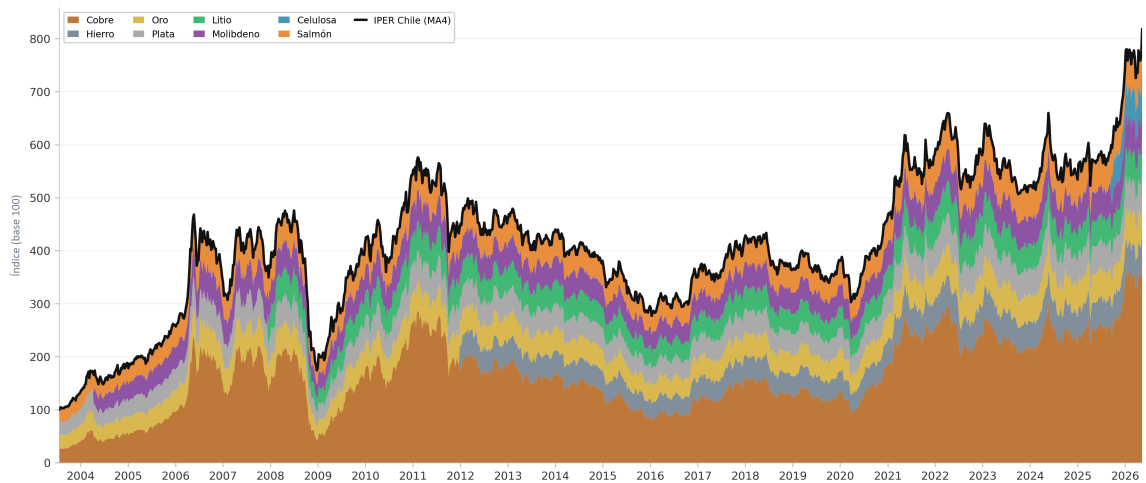


Fuente: Bloomberg y BCCH. Elaboración CEF

Descomposición indicativa del nivel por producto

El Gráfico N°3 distribuye el nivel del IPER (MA4) de manera proporcional entre los productos de la canasta, aproximando la contribución de cada uno mediante el logaritmo ponderado acumulado de su precio. El cobre domina por su peso estructural (≈50 % del total exportado), con contribuciones secundarias del salmón, el litio (cuya participación crece desde 2021-2022), el molibdeno, y también, últimamente la celulosa.

Gráfico N°3: IPER para Chile – Descomposición Indicativa del Nivel (MA4)

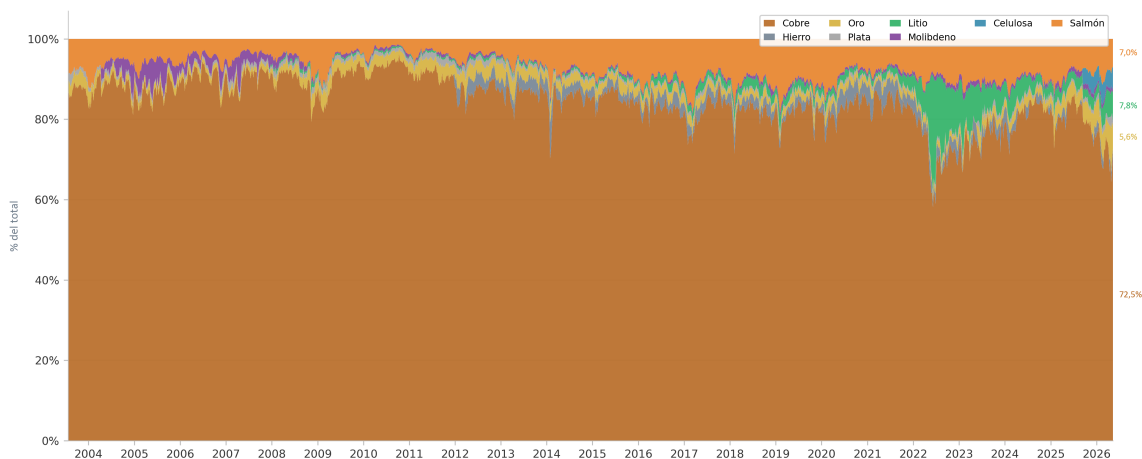


Fuente: Bloomberg y BCCH. Elaboración CEF

Evolución de pesos

El Gráfico N°4 muestra la evolución de los pesos del IPER (MA4) a lo largo del tiempo. El fenómeno más relevante en este sentido es la irrupción del litio a partir de 2021, pasando de pesos marginales a representar una fracción importante de la canasta, reflejando el boom del litio y el posicionamiento de Chile como el segundo productor mundial. El salmón mantiene una participación estable de $\approx 5-7\%$ dentro de la canasta.

Gráfico N°4: IPER para Chile – Pesos por Producto (MA4)

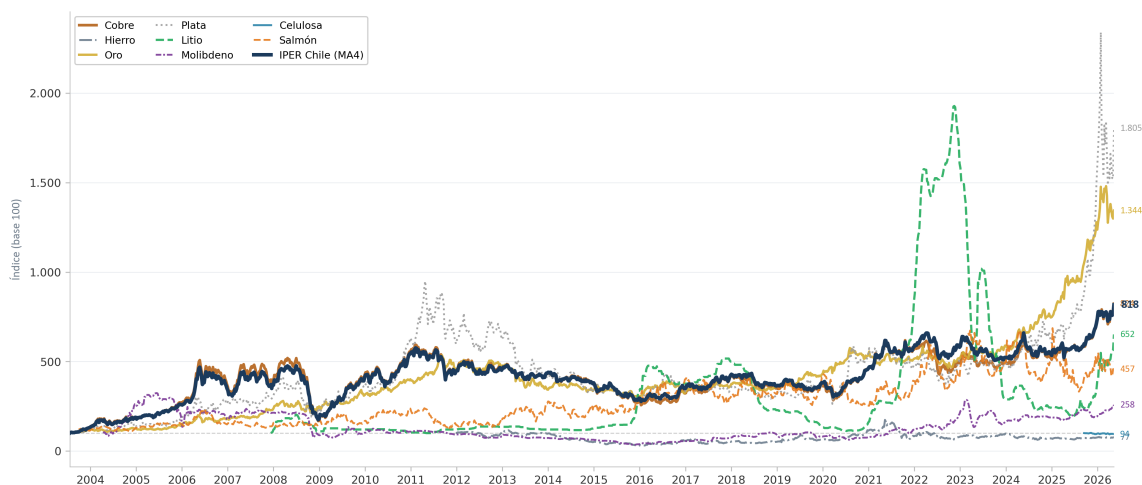


Fuente: Bloomberg y BCCH. Elaboración CEF

Precios clave e IPER indexados

El Gráfico N°5 indexa los precios de los principales productos y el IPER MA4 (base 100 = jul-2003). El oro ha sido el activo con mejor desempeño de largo plazo; el litio tuvo un ciclo explosivo en 2021–2022 seguido de una fuerte corrección; el cobre sigue un patrón cíclico más moderado. El IPER refleja la media ponderada de estos movimientos.

Gráfico N°5: Precios de Productos del IPER para Chile



Fuente: Bloomberg y BCCH. Elaboración CEF

Validación: Correlación con el IMACEC

Justificación del ejercicio

Para validar la relevancia del IPER como indicador del ciclo económico, se analiza su correlación con el IMACEC del BCCH, la proxy mensual de mayor frecuencia del PIB de Chile. El IMACEC abarca producción de bienes (minería, industria, construcción, agropecuario), comercio, servicios e impuestos –es decir, incluye componentes de consumo, sector no transable y manufacturas no relacionadas directamente con la canasta exportadora.

A pesar de esta diferencia de cobertura, la correlación entre el IPER y el IMACEC es alta, lo que refleja el peso estructural de las exportaciones claves en la economía chilena. Los precios externos se transmiten al ingreso nacional, la inversión minera, los ingresos fiscales y el consumo privado a través de múltiples canales.

Metodología de conversión a frecuencia mensual

Dado que el IPER es semanal y el IMACEC es mensual, la comparación requiere convertir el IPER a frecuencia mensual tomando el promedio simple de las observaciones semanales dentro de cada mes (resample mensual). Luego se calcula la variación interanual (YoY) de ambas series:

$$YoY_t = \left(\frac{X_t}{X_{t-12}} - 1 \right) \times 100 \quad (4)$$

El análisis sobre variaciones interanuales elimina las tendencias comunes y permite comparar los ciclos de corto y mediano plazo entre ambas variables.

Resultados: correlación con el IMACEC

La Tabla N°4 presenta las correlaciones entre la variación interanual del IPER (MA4) y el IMACEC en distintos horizontes de tiempo y períodos en la historia económica reciente.

Tabla N°4: Correlaciones entre el IPER (MA4) y el IMACEC con distintos rezagos

Horizonte	Total (2003–2026)	Superciclo Cobre (2003–2009)	Post Crisis Subprime (2010–2019)	Post Pandemia (2020–2026)
IMACEC t+3	0,508	0,658	0,393	0,744
IMACEC t+6	0,473	0,658	0,387	0,573
IMACEC t+12	0,267	0,282	0,460	-0,086

Fuente: Elaboración propia.

Interpretación económica

La mayor correlación entre el IPER y el IMACEC se observa cuando este último se considera con un rezago de tres meses. En particular, la variación interanual del IPER se asocia de manera

más estrecha con la del IMACEC en $t + 3$, lo que sugiere que los shocks en precios externos relevantes para la economía chilena se transmiten a la actividad interna con un desfase relativamente acotado.

Este rezago es consistente con la presencia de rigideces productivas y contractuales —tales como planes de extracción, contratos de faena y restricciones logísticas— que impiden un ajuste inmediato de la producción frente a cambios en los precios internacionales. En este contexto, el IPER actúa como un indicador adelantado del ciclo económico, anticipando movimientos en el IMACEC con algunos meses de antelación.

A horizontes mayores, la correlación disminuye gradualmente. A seis meses continúa siendo significativa, aunque menor, lo que indica que parte de la información contenida en los precios de exportación sigue siendo relevante para la actividad futura. Sin embargo, a doce meses la relación se debilita de manera más marcada, sugiriendo que otros factores —como condiciones financieras, política económica o dinámicas del sector no transable— pasan a dominar la evolución del ciclo económico.

Adicionalmente, la relación presenta una heterogeneidad importante a lo largo del tiempo. Durante el superciclo de commodities (2003–2009), la correlación es sustancialmente mayor, reflejando una transmisión más directa de los precios externos a la actividad interna. En contraste, en el período posterior (2010–2019), la relación se debilita, consistente con una mayor diversificación de la economía y un menor grado de dependencia inmediata de los precios de commodities, del cobre particularmente. Finalmente, en el período post-pandemia, la correlación se fortalece nuevamente, en un contexto de shocks externos de gran magnitud y mayor incertidumbre mundial relacionada con movimientos geopolíticos y geoeconómicos.

Conclusión

El IPER permite sintetizar, en una sola métrica de alta frecuencia, la evolución del ciclo externo relevante para la economía chilena, incorporando de manera oportuna la dinámica de los precios de sus principales exportaciones. La evidencia presentada sugiere que este indicador contiene información relevante para anticipar la actividad económica, particularmente a horizontes de corto a mediano plazo.

Sin embargo, su capacidad explicativa no es constante en el tiempo y depende del contexto macroeconómico y de la interacción con factores internos, por lo que debe entenderse como un complemento analítico dentro de un conjunto más amplio de indicadores de coyuntura.

Esta publicación corresponde a la primera difusión del índice, que en esta ocasión se presenta en la sección del Tema de Análisis perteneciente al Informe Macrofinanciero del mes de mayo. A partir de ahora, el IPER será actualizado de manera semanal a través de una plataforma web dedicada, junto con un reporte ejecutivo que dará seguimiento a sus principales variaciones y determinantes de corto plazo. El índice estará disponible en un apartado especial del sitio web del Centro de Estudios Financieros, accesible en [IPER Chile](#), donde se publicarán sus actualizaciones de manera continua. En este sentido, el índice pasa a constituirse como una herramienta

permanente para el monitoreo en tiempo real del entorno externo y su transmisión a la economía chilena.

Referencias

Banco Central de la República Argentina (BCRA). (2019). *Metodología del Índice de Precios de las Materias Primas*. Julio de 2019. Contacto: analisismacro@bcra.gob.ar.

Banco Central de Chile (BCCh). *Estadísticas de Comercio Exterior – Series semanales de exportaciones por producto (F068.B1.FLU)*. API oficial: si3.bcentral.cl.

Bloomberg L.P. *Precios diarios de productos de la canasta*. Bloomberg Terminal / blpapi.

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

mayo 2026



MODIFICACIONES LEGALES MAYO

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 – Reformas tributarias en el proyecto de reconstrucción nacional

Informe preparado por Hernán Fontaine y Ana María Severin

El Proyecto de Ley para la Reconstrucción Nacional, que ingresó a la Cámara de Diputados el pasado 22 de abril, contempla una exención temporal IVA a la vivienda con el objetivo de incentivar la venta de departamentos y casas.

A continuación, les informamos sobre sus alcances, según se contempla actualmente en el proyecto, sin perjuicio de que pueda sufrir cambios o, incluso, pueda ser rechazado en el proceso de discusión de la ley:

1. Exención transitoria de IVA a la vivienda

El proyecto propone una exención transitoria del Impuesto al Valor Agregado (IVA) para las ventas de bienes inmuebles destinados a la habitación, independiente del valor, superficie o número de unidades que contemple el proyecto inmobiliario.

Esta medida beneficiaría a las compraventas que se otorguen, o que se hubieren prometido, dentro del período de un año contado desde el primer día hábil del mes subsiguiente de la publicación de la ley en el Diario Oficial, siempre que cumplan con determinados requisitos.

2. Requisitos para acceder a la exención

Para que aplique la exención sería necesario cumplir copulativamente con los siguientes requisitos.

- **El inmueble debe tener destino habitacional:** El objeto de la venta necesariamente debe ser una “vivienda”. El beneficio se extiende a las bodegas y estacionamientos siempre y cuando se vendan en el mismo acto y estén amparadas por la misma recepción municipal total o parcial.
- **Primera enajenación:** Debe tratarse de la primera transferencia de un inmueble nuevo, para los efectos del proyecto, no se considera “primera enajenación” la transferencia entre empresas relacionadas.
- **Recepción Municipal anterior:** A la fecha de publicación de la ley, la vivienda ya debe contar con recepción definitiva parcial otorgada por la Dirección de Obras Municipales, lo que deberá acreditarse con el certificado respectivo con fecha anterior a la publicación de la ley.

- **Formalidad y Plazo:** La escritura de compraventa debe ser otorgada dentro del año de vigencia. Excepcionalmente si la escritura es de fecha posterior, podrá acogerse a este beneficio cuando la promesa de compraventa se hubiere suscrito dentro del año de vigencia, sea por escritura pública o instrumento privado protocolizado.

3. Tratamiento del Crédito Fiscal

El proyecto dispone expresamente que el empleo del beneficio no impedirá al vendedor utilizar el crédito fiscal soportado en la adquisición de los bienes y servicios destinados a la construcción de los inmuebles que se acojan a esta exención, pudiendo descargarlos con otros débitos fiscales generados en otras operaciones.

Alternativamente, podrá el vendedor optar a que el respectivo crédito fiscal forme parte del costo de la vivienda o, en caso que la opción se adopte en un ejercicio distinto al de enajenación, deducirlo como un gasto.

Finalmente, las ventas que efectúen los contribuyentes acogiéndose a esta exención no se considerarán en el cálculo para determinar la proporcionalidad en el uso del crédito fiscal.

4. Situación del IVA entre el ingreso del proyecto y el inicio de vigencia (Retroactividad)

Con el objeto de no detener el mercado inmobiliario en la expectativa de la dictación del proyecto de ley, se dispone que, respecto aquellas compraventa otorgadas entre el ingreso del proyecto —22 de abril de 2026— hasta el primer día hábil del mes subsiguiente de la publicación —inicio de la vigencia del beneficio—, podrán acogerse a la exención por la vía de la solicitud de devolución del IVA recargado en la operación, siempre que acredite haber restituido dicho monto al comprador efectivamente soportó.

Para acogerse a este beneficio, la escritura pública de compraventa debe hacer mención expresa a la circunstancia de haberse pagado el impuesto correspondiente y de acogerse al beneficio que estará otorgando el proyecto de ley.

5. Instrucciones del SII

En caso de aprobarse el proyecto de ley respecto de este beneficio, se indica expresamente que el Servicio de Impuestos Internos impartirá las instrucciones para la correcta aplicación de la exención mediante una resolución y estará facultado para establecer requisitos de documentación, registro y acreditación.

ÁREA DERECHO DE AGUAS – Publicada Nueva Ley de Desalinización

Informe preparado por Felipe Hargous

Con fecha 14 de mayo, fue promulgada la Ley número 21.813, que establece la primera **estrategia nacional de Desalinización** y define el marco regulatorio para la desalinización del agua de mar.

Esta nueva Ley, que entrará en vigencia en noviembre de 2027, impactará directamente en los desarrollos de proyectos industriales, sanitarios, mineros, inmobiliarios, agroindustriales, entre

otros, y todo aquel que pueda tener un activo costero o cercano a la costa que le interese o pudiera interesar el agua de mar para su futuro desarrollo.

Lea los principales aspectos de la Ley en nuestro newsletter [aquí](#).

BOOK REVIEW

Tiempo de futuros. El mañana no se predice: se diseña



mayo 2026

“Tiempo de futuros. El mañana no se predice: se diseña”

Ángel Soto

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

Cuenta la leyenda que los oráculos de Delfos nunca erraban. Su secreto era la ambigüedad: profecías que podían interpretarse de mil maneras según cómo se desarrollaran los hechos. Dos mil años después, en plena era de la inteligencia artificial, los ejecutivos siguen consultando sus propios oráculos —gurúes, consultoras, informes de tendencias— con la misma ansiedad de siempre: ¿qué nos deparará el futuro? David Alayón, experto en prospectiva estratégica y cofundador de la consultora Innuba, responde a esa pregunta con una tesis tan sencilla como provocadora: el futuro no se predice, se diseña.

Tiempo de futuros, publicado en 2026, llega en un momento en que la geopolítica ha vuelto a ocupar el centro de las conversaciones empresariales. Las empresas contratan expertos en relaciones internacionales, organizan conferencias sobre órdenes mundiales y compran seguros contra cisnes negros que no saben identificar. Pero Alayón apunta algo más profundo: el verdadero déficit no es de información geopolítica, sino de imaginación estratégica. No es que no sepamos lo que pasa en el mundo; es que hemos perdido la capacidad de imaginar mundos distintos al que ya tenemos.

El libro arranca con un recorrido por la historia del futuro —en el sentido más literal— que cualquier historiador económico reconocerá como riguroso y estimulante. Desde las sociedades agrícolas que vivían en tiempo cíclico, convencidas de que el mañana sería idéntico al ayer, hasta la Ilustración que convirtió el progreso en una fe secular, pasando por la Revolución Industrial que hizo del cambio la norma permanente. Lo que hemos construido durante siglos, argumenta Alayón, es una relación cada vez más compleja con el tiempo: primero lo aceptamos resignados, luego lo quisimos predecir, y ahora, por primera vez en la historia, podemos aspirar a diseñarlo. Esa es la premisa que atraviesa todo el libro.

Hay en estas páginas una imagen que no se olvida fácilmente: la memoria como máquina del tiempo. Apoyándose en el neurocientífico Dean Buonomano, Alayón recuerda que nuestro cerebro no almacena el pasado para contemplarlo, sino para proyectar el futuro. Recordamos para anticipar. Planificamos unas vacaciones combinando retazos de playas vividas con habitaciones de películas vistas. Esta capacidad es única en el reino animal, y es también la que las organizaciones más exitosas han sabido explotar: no se limitan a reaccionar al entorno, sino que se proyectan deliberadamente hacia futuros que aún no existen. Apple con Jobs, Toyota con el Prius, Shell antes de la crisis del petróleo de 1973. En todos esos casos, la ventaja competitiva no vino de mejores datos, sino de mejores preguntas sobre el futuro.

Para quienes trabajan en finanzas o dirección estratégica, el libro tiene una enseñanza que incomoda: la aversión a la pérdida, el sesgo de disponibilidad y la falacia de la planificación no son debilidades personales, son el hardware de nuestra especie. Sobreestimamos lo que vemos en las noticias y subestimamos lo que no ocurrió todavía. Proyectamos linealmente cuando la

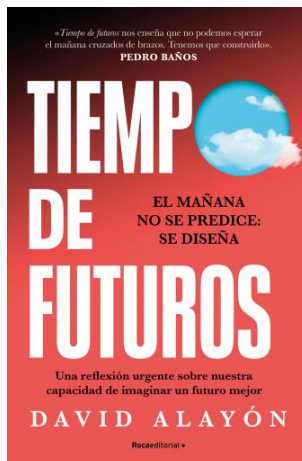
realidad se mueve en curvas. Y cuando hacemos escenarios, casi siempre dibujamos variantes del presente en lugar de futuros genuinamente distintos. Reconocer estos sesgos no los elimina, pero al menos abre la posibilidad de compensarlos con herramientas de pensamiento crítico y prospectivo —algo en lo que Alayón, que es también docente en escuelas de negocio, se detiene con solidez metodológica en los últimos bloques del libro.

En tiempos de IA, la pregunta que más aparece en conversaciones directivas es cuánto automatizar y qué preservar. Alayón no esquiva el tema: lo que ningún algoritmo puede hacer es decidir qué futuro merece la pena construir. Los modelos estadísticos pueden proyectar, pero no imaginar; pueden optimizar, pero no elegir. La agencia —ese sentido de que somos protagonistas y no espectadores de lo que viene— sigue siendo irreductiblemente humana. Y cultivarla en una organización, convertir la prospectiva en una práctica colectiva y no en un informe que se olvida en un cajón, es uno de los mayores desafíos del liderazgo contemporáneo.

El mensaje final del libro es, a la vez, una advertencia y una invitación. El futuro se está diseñando ahora mismo, con o sin nuestra participación. Algunas empresas ya lo saben: tienen equipos de futuros, practican la planificación por escenarios y actúan como organizaciones prospectivas. Las que no lo hacen no están ignorando el futuro; simplemente están dejando que otros lo diseñen por ellas. La pregunta que conviene hacerse hoy en cualquier sala de directivos es la misma que abre *Tiempo de futuros*: ¿cómo será nuestro sector dentro de veinte años? Si la respuesta es una proyección lineal del presente, probablemente ya van tarde.

David Alayón

Tiempo de futuros. El mañana no se predice: se diseña (Roca Editorial: 2026, 541 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

✉ mceciyacifuentes.es@uandes.cl

INVESTIGADOR

Maximiliano Villalobos Andueza,

Magíster en Economía Aplicada, Pontificia Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile

✉ mrvillalobos.es@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

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

DISCLAIMER

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

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

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

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