

CEF ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO
N° 90



DESCARGA
EL INFORME



VER INFORMES
ANTERIORES

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El problema de Estados Unidos no es el déficit externo, es el déficit fiscal



ECONOMÍA NACIONAL

Actividad se dispara en marzo, inflación sorprende a la baja y expectativas se mantienen estables



MERCADO DE CAPITALES

Subsidio a tasas hipotecarias en contexto de contracción del sector vivienda



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Cae la informalidad, pero también la tasa de ocupación de sectores con baja escolaridad



TEMA DE ANÁLISIS

Sostenibilidad fiscal en Chile: trayectoria de la deuda y la estrategia de convergencia 2025-2029



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

MAYO

BOOK REVIEW

"La singularidad. Inteligencia Artificial: causas, consecuencias y retos de haber inventado máquinas que piensan"





CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO



ECONOMÍA INTERNACIONAL

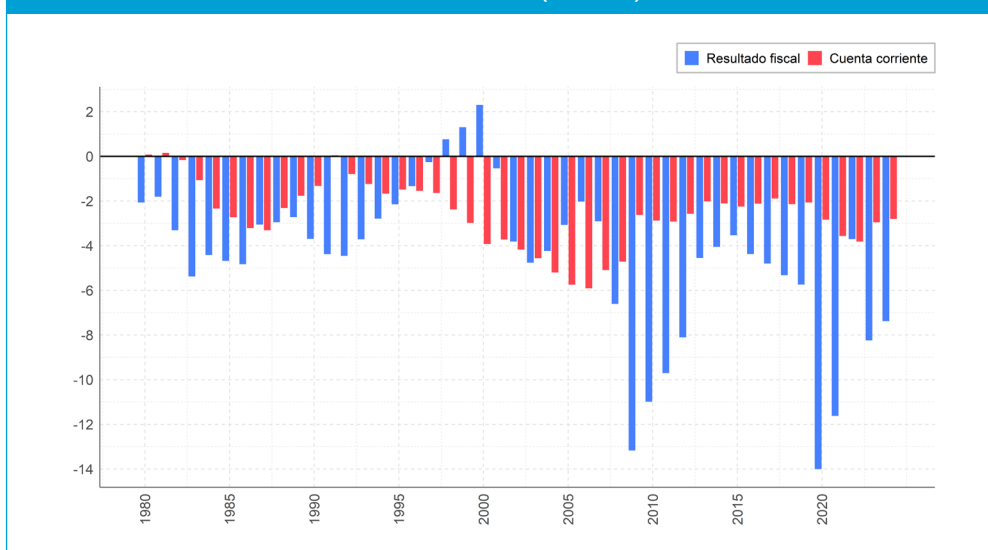


EL PROBLEMA DE ESTADOS UNIDOS NO ES EL DÉFICIT EXTERNO, ES EL DÉFICIT FISCAL

La economía norteamericana tiene hace décadas un problema que se suele llamar de los “déficits gemelos”, es decir, déficit fiscal junto con déficit en la cuenta corriente. El Gráfico N°1 presenta esta situación desde 1980 hasta ahora. Este problema se produce ya que parte del financiamiento del déficit fiscal proviene del ahorro externo¹; es el resto del mundo, a través de la compra de instrumentos de deuda del Tesoro americano, quien financia el exceso de gasto público. Podemos ver además que en general el déficit fiscal es superior al déficit en la cuenta corriente, lo que significa que el ahorro externo es insuficiente para financiar el déficit fiscal, que absorbe también parte del ahorro del sector privado americano.

Las excepciones a lo anterior se producen entre 1996 y 2002 (hubo superávit fiscal entre 1998 y 2000) y en el período previo a la Crisis Subprime, entre 2004 y 2007, en que el déficit en la cuenta corriente fue superior al déficit fiscal. A partir del año 2008 el desequilibrio fiscal ha sido muy elevado (promedio de 7,4% del PIB), y bastante superior al desequilibrio externo, que ha promediado en ese lapso un 2,7% del PIB, nivel que no parece un problema, ni tampoco una situación insostenible.

GRÁFICO N°1: RESULTADO FISCAL Y DE CUENTA CORRIENTE (% DEL PIB)



Fuente: IMF, FRED.

¹ El ahorro externo corresponde al déficit en la cuenta corriente, el que a su vez equivale a la suma de los déficits de ahorro público y privado.

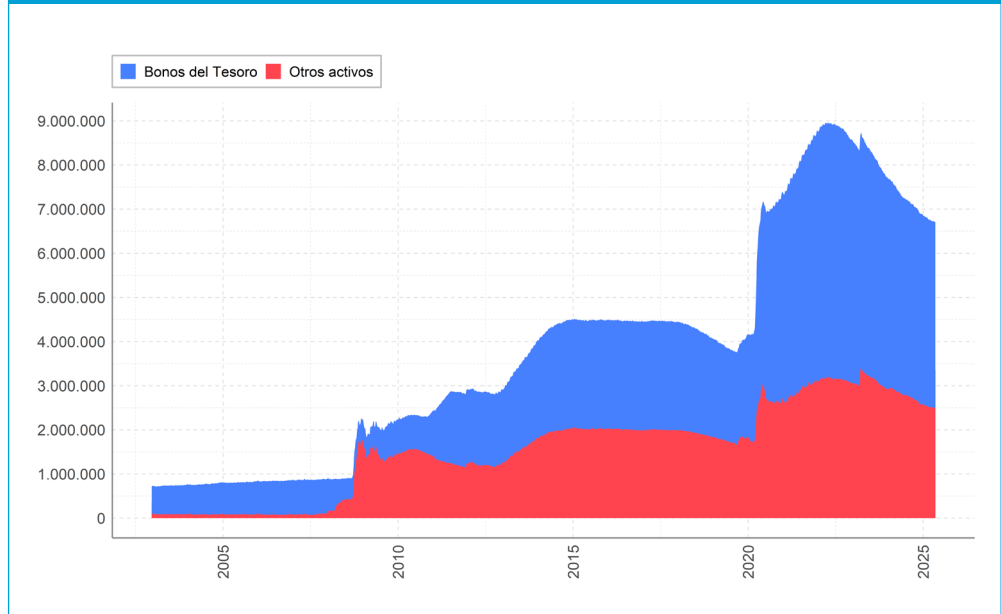


ECONOMÍA INTERNACIONAL

El déficit fiscal es sin duda el problema macroeconómico más importante de Estados Unidos (y del mundo también), y no lo es el déficit comercial, ya que es en parte contrarrestado por un superávit en la balanza de servicios². Se da en este aspecto una gran paradoja, ya que para cualquier otro país este nivel de déficit significaría un deterioro del riesgo país y un aumento del costo de financiamiento externo, pero esto no se da para Estados Unidos, porque tiene el enorme privilegio de emitir la moneda de reserva mundial. Los bonos del Tesoro americano se transan a niveles de tasas reducidos, similares a la tasa de inflación más el crecimiento de tendencia, lo que implica que el riesgo de no pago es cero. Otra forma de verlo es que la demanda de papeles del Tesoro ha sido perfectamente elástica (los papeles del Tesoro tienen demanda ilimitada), lo que le ha permitido financiar el déficit sin problemas.

En los períodos de crisis, además, la Reserva Federal ha aumentado fuertemente su stock de bonos del Tesoro, contribuyendo entonces de manera indirecta al financiamiento monetario del déficit fiscal, como muestra el Gráfico N°2.

GRÁFICO N°2: ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL (US\$ MILLONES) 2002-2024



Fuente: FRED.

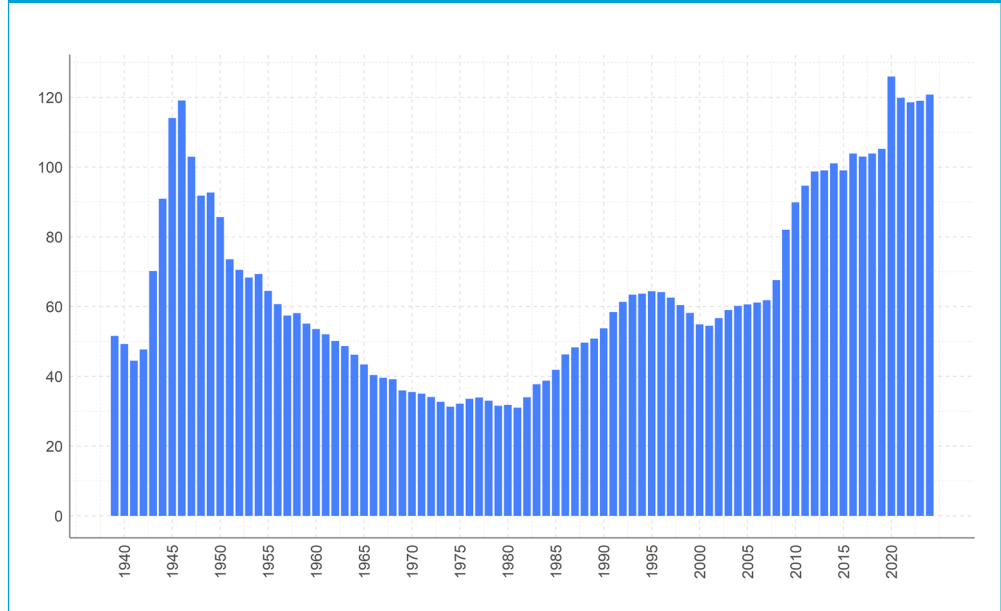
² Ver nuestro informe de Economía Internacional de abril, Gráfico N°1.



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Por supuesto, la contrapartida es un aumento muy importante de la deuda pública de Estados Unidos, que se encuentra en niveles máximos históricos, equivalentes a los que llegó durante la Segunda Guerra Mundial (Gráfico N°3), pero esta vez sin un conflicto bélico de esa magnitud, lo que hace que la situación actual sea bastante inédita.

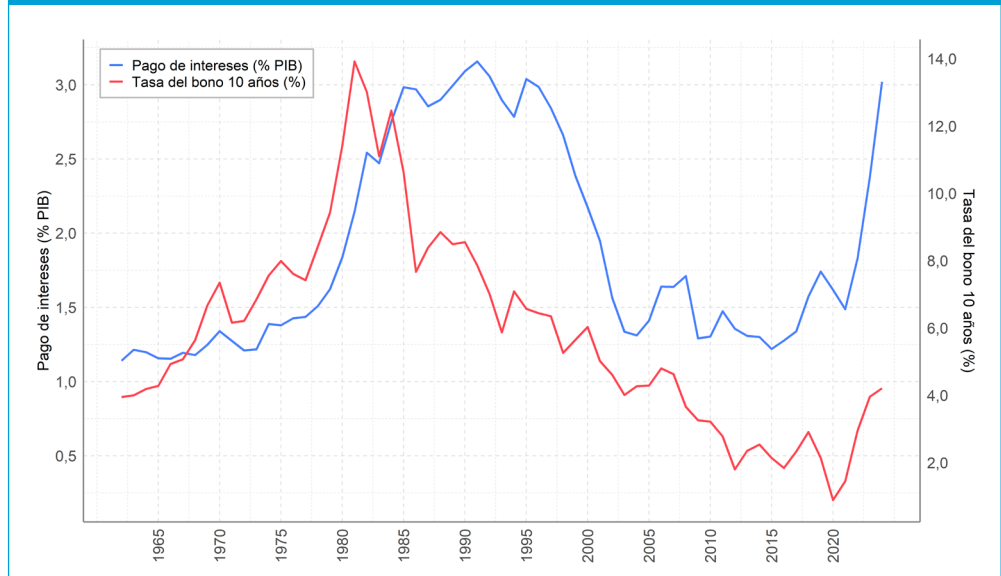
GRÁFICO N°3: DEUDA PÚBLICA BRUTA (% DEL PIB) 1939-2024



Fuente: FRED.

Estos niveles de déficit fiscal y de deuda pública llevan a que sea muy importante el costo del endeudamiento fiscal, es decir, la tasa de los bonos del Tesoro. El gasto fiscal en pago de intereses llegó en 2024 a un 3% del PIB, nivel similar al de hace 30 años, pero en un contexto de tasas de interés históricamente reducidas, como muestra el Gráfico N°4.

GRÁFICO N°4: GASTO FISCAL FINANCIERO (%) 1962-2024



Fuente: FRED.



ECONOMÍA INTERNACIONAL

**EL PROBLEMA DE ESTADOS UNIDOS NO ES EL DÉFICIT EXTERNO,
ES EL DÉFICIT FISCAL**

En definitiva, Estados Unidos se encuentra en una situación en la cual es muy compleja un alza en las tasas de interés de su deuda (el precio de los bonos), y ese debería ser un aspecto central en la agenda del gobierno. Reducir el gasto fiscal es bienvenido en este sentido³, pero no lo es una política comercial que genera presiones al alza en los precios, y peor aún, que genera elevados niveles de incertidumbre. Lo que ha ocurrido con las tasas de los bonos del Tesoro muestra claramente que los esfuerzos del gobierno americano no parecen bien orientados hacia el objetivo de evitar las alzas en las tasas de largo plazo, las cuales, si bien han subido en forma moderada (Gráfico N° 5), podrían subir más si se sigue deteriorando el entorno institucional en ese país, lo que además traería efectos muy complejos para el resto del mundo. De todas formas, desde el nivel mínimo de septiembre pasado, la tasa ha subido casi 80 puntos base, alza que probablemente se explica en parte importante por las disrupciones que ha generado este segundo gobierno de Donald Trump.

En conclusión, las políticas de Trump no están contribuyendo a atenuar el problema macroeconómico principal de su país.

GRÁFICO N°5: TASA DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (%) 2024 - 6 MAYO 2025



Fuente: FRED.


³ Esto desde el punto de vista macroeconómico, aunque también es relevante la mirada micro, es decir, qué gastos se reducen y cómo, ya que un proceso desordenado en esta materia puede ser muy disruptivo.



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO



ECONOMÍA NACIONAL

ACTIVIDAD SE DISPARA EN MARZO, INFLACIÓN SORPRENDE A LA BAJA Y EXPECTATIVAS SE MANTIENEN ESTABLES

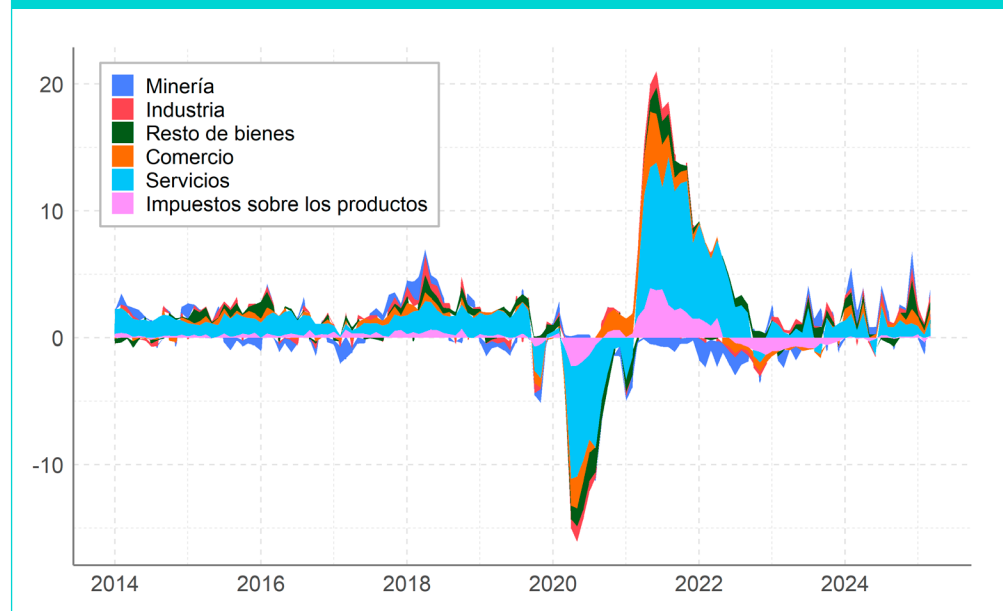
CRECIMIENTO EN MARZO Y PRIMER TRIMESTRE 2025

Actividad durante el mes de marzo 2025

El Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) de marzo arrojó una cifra alentadora, con una expansión del 3,8% en doce meses, marcando un contraste significativo con la contracción de 0,1% registrada en febrero. Este repunte no se concentró en un solo sector, al contrario, todos los componentes del IMACEC contribuyeron positivamente al desempeño económico en marzo. La Tabla N°1 da cuenta de lo anterior, es decir, una recuperación de base amplia, donde resalta el sector Minero, que revirtió una caída del 7,2% en febrero para crecer un 4,6% en marzo. Similarmente, la Industria mostró una aceleración importante, pasando de un 1,8% a un 6,5%, y el Comercio se expandió un 8,6% desde un 3,5% previo. Los Servicios también contribuyeron positivamente, con un crecimiento del 2,6%.

El Gráfico N°1, que presenta la evolución de los componentes del IMACEC, ilustra visualmente cómo diversas áreas, incluyendo la minería y los sectores no mineros, impulsaron este resultado en el período más reciente. Este gráfico permite analizar con más detención lo ocurrido durante febrero para el sector minero, no ha sido atípico que el IMACEC tenga una cifra positiva, pero que el sector minero se contraiga. Ocurrió esto regularmente entre 2014 y 2018, entre 2022 y 2024, además de eventos particulares como el estallido social y la pandemia. La trayectoria del IMACEC general, visible en el Gráfico N°2, refleja esta mejora generalizada de la actividad en el mes de marzo de 2025 relativo a febrero.

GRÁFICO N°1: COMPONENTES DE LA EVOLUCIÓN DEL IMACEC 2014-2025
 (TASA DE CRECIMIENTO % EN 12 MESES)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCCH.

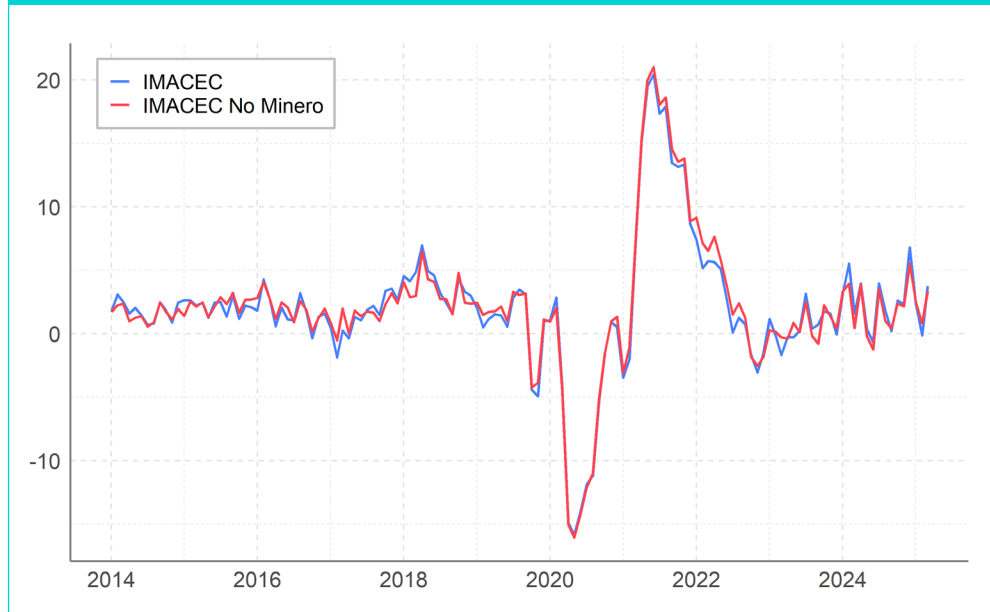
ECONOMÍA NACIONAL





ECONOMÍA NACIONAL

GRÁFICO N°2: EVOLUCIÓN IMACEC VS IMACEC NO MINERO 2014-2025
(TASA DE CRECIMIENTO % EN 12 MESES)



Fuente: BCCH.

TABLA N°1: VARIACIÓN COMPONENTES DEL IMACEC DE MARZO 2025

Componente	Período (var 12 meses %)	
	feb-25	mar-25
Minería	-7,2	4,6
Industria	1,8	6,5
Resto de bienes	2,5	3,5
Comercio	3,5	8,6
Servicios	0,6	2,6
Impuestos sobre los productos	-2,8	2,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCCH.

Actividad durante el primer trimestre de 2025

El buen desempeño mensual de la economía en marzo contrasta con la foto más amplia del Producto Interno Bruto (PIB) del primer trimestre de 2025, que creció un 2,3% en comparación con el mismo período del año anterior. Si bien esta cifra es positiva, resulta inferior al crecimiento de 3,3% anotado en el primer trimestre de 2024. El análisis de sus componentes sectoriales (Tabla N°2) revela cambios significativos en los motores de la economía durante el periodo.

ACTIVIDAD SE DISPARA EN MARZO, INFLACIÓN SORPRENDE A LA BAJA Y EXPECTATIVAS SE MANTIENEN ESTABLES

CEF ANÁLISIS
MAYO 2025

ECONOMÍA NACIONAL

En particular, la contribución de la Minería al PIB trimestral en 2025 fue negativa, restando 0,2 puntos porcentuales al crecimiento. Este resultado representa un marcado deterioro frente a su aporte positivo de 0,8 puntos en el primer trimestre de 2024. Las dificultades del sector en enero y febrero de 2025 —especialmente en febrero, donde la contracción fue mayor que en enero (mes en que el sector cayó un 0,3%)— fueron considerables y no lograron ser compensadas por el repunte observado en marzo.

En contraste, otros sectores ganaron protagonismo. La Industria manufacturera, por ejemplo, tuvo una contribución mucho más robusta, pasando de 0,1 puntos en el primer trimestre de 2024 a 0,5 puntos en 2025. El sector Agropecuario-silvícola también mejoró su aporte (0,3 pp en 2024 vs. 0,4 pp en 2025), y el Comercio, aunque levemente, se mantuvo como un pilar del crecimiento (0,5 pp en 2024 vs. 0,6 pp en 2025). Por otro lado, sectores como Electricidad, gas, agua y gestión de desechos; además de Transporte, vieron disminuir su contribución al crecimiento en 2025 respecto al año anterior.

Esta reconfiguración de aportes sectoriales y la divergencia entre el dinamismo puntual de marzo y el promedio trimestral subrayan la importancia de la sostenibilidad de la recuperación observada. Si el impulso evidenciado en marzo —especialmente por la recuperación minera y la solidez en otros sectores clave— logra mantenerse, podríamos anticipar un segundo trimestre con un desempeño más robusto, sentando las bases para un crecimiento anual que podría, eventualmente, superar las proyecciones de mercado, actualmente situadas en un 2,0% para 2025 (Tabla N°4).

TABLA N°2: DATOS RESPECTO DEL PIB I TRIMESTRE 2025

Especificación	I Trimestre 2024	I Trimestre 2025
	Contribución a Total (pp)	Contribución a Total (pp)
Agropecuario-silvícola	0,3	0,4
Pesca	0,0	0,1
Minería	0,8	-0,2
Industria manufacturera	0,1	0,5
Electricidad, gas, agua y gestión de desechos	0,4	0,0
Construcción	0,0	-0,1
Comercio	0,5	0,6
Restaurantes y hoteles	0,1	0,1
Transporte	0,6	0,2
Comunicaciones y servicios de información	0,1	0,0
Servicios financieros	0,1	-0,1
Servicios empresariales	0,0	0,0
Servicios de vivienda e inmobiliarios	0,1	0,2
Servicios personales	0,2	0,4
Administración pública	0,1	0,0
Impuestos sobre los productos	0,0	0,1
Crecimiento Trimestral c/r trimestre anterior	3,3%	2,3%

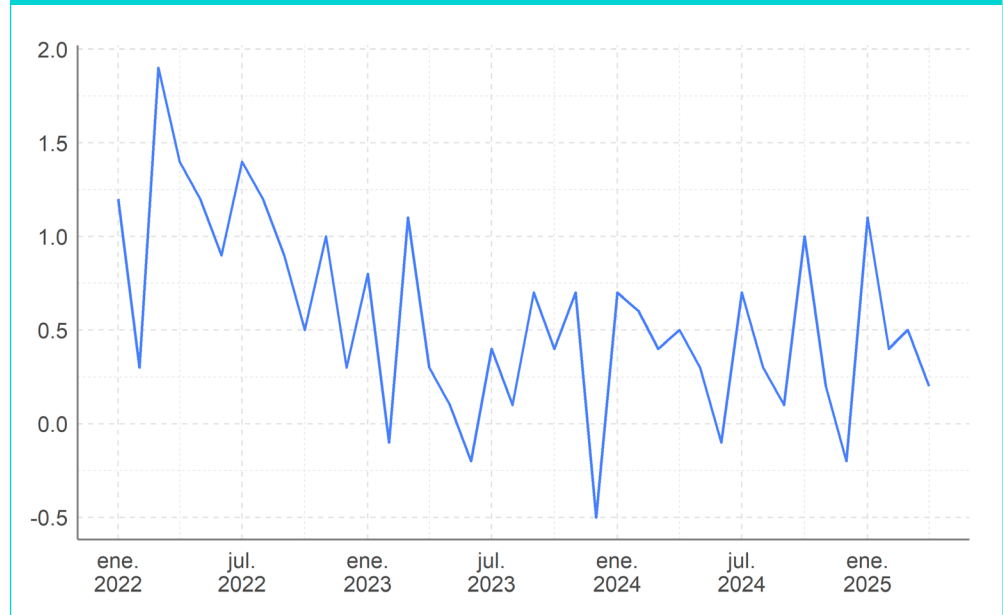
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCCH.

INFLACIÓN EN ABRIL 2025

En abril, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró un alza mensual de 0,2%, acumulando una inflación de 2,2% en lo que va del año. Este resultado confirma la tendencia a la baja observada en los últimos meses, tras los elevados registros de 2022. Como se muestra en el Gráfico N°3, la inflación mensual ha sido considerablemente más baja y menos variable desde mediados de 2023, lo que indica una evolución más controlada de los precios. En el detalle por divisiones (Tabla N°3), destaca la nula variación en Alimentos y Transporte, dos categorías especialmente sensibles para el presupuesto de los hogares. Además, se registró una caída de -2,0% en Vestuario y calzado. Estos resultados muestran que, si bien persisten ciertas presiones en categorías puntuales, la evolución reciente de los precios sigue favoreciendo una moderación del costo de vida, especialmente en rubros clave para las familias.

ECONOMÍA NACIONAL

GRÁFICO N°3: VARIACIÓN MENSUAL DEL IPC C/R AL MES ANTERIOR ENTRE ENERO 2022 – ABRIL 2025



Fuente: BCCH.

ACTIVIDAD SE DISPARA EN MARZO, INFLACIÓN SORPRENDE A LA BAJA Y EXPECTATIVAS SE MANTIENEN ESTABLES

CEF ANÁLISIS
 MAYO 2025

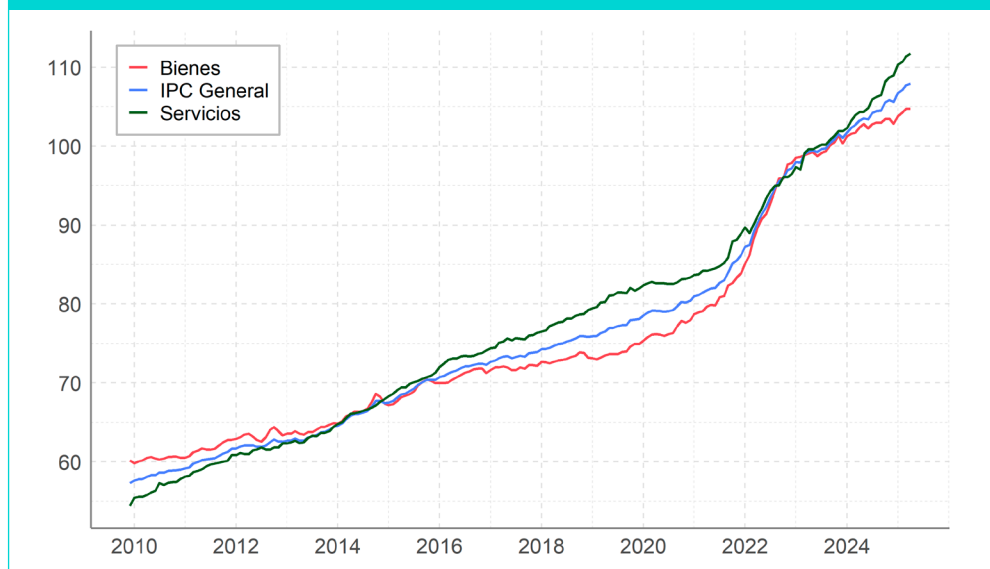


ECONOMÍA NACIONAL

El Gráfico N°4 ayuda a entender mejor la trayectoria reciente de los precios. Entre 2015 y principios de 2022, los precios de los servicios se mantuvieron sistemáticamente por sobre los de los bienes. Esta brecha se redujo durante el ciclo inflacionario de 2022, cuando ambos componentes aumentaron con fuerza y a un ritmo similar, impulsados por la expansión monetaria, las transferencias fiscales a los hogares y, de forma especialmente significativa, por los retiros de fondos de pensiones (AFP). Esta última medida —altamente cuestionada desde el punto de vista macroeconómico— generó un fuerte aumento de la demanda interna en un contexto de restricciones de oferta, contribuyendo así a elevar sostenidamente el nivel general de precios.

A partir de 2024, se observa una reapertura de la brecha: los precios de los servicios han retomado una trayectoria de crecimiento más marcada que la de los bienes, ubicándose nuevamente por encima del IPC general. Esta diferencia responde a que los servicios, al tratarse de bienes no transables, tienden a estar más influenciados por condiciones del mercado interno. En cambio, los bienes (transables) dependen a su vez también, en gran medida, de factores externos como los precios internacionales o el tipo de cambio, lo que ha favorecido una moderación más clara en ese componente. Esta composición de la inflación es clave: si bien el escenario ha mejorado, la evolución del componente de servicios será determinante para consolidar una baja sostenida de la inflación hacia la meta del 3% en los próximos meses.

GRÁFICO N°4: EVOLUCIÓN DEL IPC GENERAL, BIENES Y SERVICIOS 2010-2025



Fuente: BCCH.

TABLA N°3: VARIACIÓN MENSUAL Y ACUMULADA POR CATEGORÍA DEL IPC ABRIL 2025

División	Variación mensual (%) ¹	Variación acumulada 2025 (%) ²
Alimentos y bebidas no alcohólicas	0,0	1,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	1,1	5,3
Vestuario y calzado	-2,0	1,8
Vivienda y servicios básicos	0,2	3,8
Equipamiento y mantenimiento del hogar	0,5	1,8
Salud	0,5	2,0
Transporte	0,0	0,7
Información y comunicación	0,0	0,9
Recreación, deportes y cultura	0,3	1,5
Educación	0,1	4,9
Restaurantes y alojamiento	0,5	1,9
Seguros y servicios financieros	0,6	0,4
Bienes y servicios diversos	1,2	1,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas de Chile.

EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES PARA EL RESTO DEL AÑO

Las expectativas de los agentes económicos, presentadas en la Tabla N°4, muestran estabilidad, especialmente si se considera el complejo escenario externo. Esa estabilidad se mantiene al igual como ocurrió a principios de año, en enero, antes de los anuncios tarifarios por la administración estadounidense, y en abril, luego de conocerse el anuncio del esquema tarifario. Tensiones comerciales a nivel global, como las que podrían derivarse de políticas arancelarias entre potencias como Estados Unidos y China –los principales socios comerciales de Chile– usualmente generarían presiones significativas sobre las perspectivas de crecimiento de economías abiertas y podrían inducir volatilidad en el tipo de cambio. A pesar de estos eventos negativos, que incluyen la incertidumbre sobre el crecimiento global, las expectativas internas no han reflejado un deterioro pronunciado.

Específicamente, para diciembre de 2025, la mediana de las expectativas de inflación se situó en 4,0% en mayo, con una leve corrección a la baja desde el 4,1% de abril. En cuanto al tipo de cambio, se anticipa una apreciación del peso chileno, con el dólar proyectado en \$930 en dos meses y \$925 en once meses.

¹ Variación porcentual con respecto al mes anterior.

² Variación acumulada desde enero 2025.



Esto es un factor importante para el tema inflacionario, bienes importados tanto finales como intermedios, mediante esta apreciación del peso chileno frente a dólar, disminuirían su precio en el mercado local, situación que, de mantenerse y efectivamente concretarse, pondría presiones a la baja al nivel de precios. Por otro lado, el tipo de cambio es de suma relevancia cuando se tiene en cuenta la composición de la deuda del gobierno central de Chile, deuda que ha ido aumentando su denominación en moneda extranjera³, por tanto, cualquier apreciación del tipo de cambio es favorable para el pago de amortizaciones de esta. En otras palabras, el servicio de la deuda denominada en moneda extranjera se abarataría mediante la apreciación del tipo de cambio.

Las proyecciones de crecimiento del PIB para 2025 se mantienen en un 2,0%. Esta resiliencia en las expectativas podría interpretarse como una confianza en los fundamentos macroeconómicos internos o una visión de que los impactos externos podrían ser acotados o compensados por otros factores. No obstante, la evolución del escenario internacional seguirá siendo un factor determinante y de necesaria vigilancia.

TABLA N°4: CAMBIOS EN LAS EXPECTATIVAS ECONÓMICAS DEL MERCADO ENERO – MAYO 2025

Variable	Unidad	ene-25	abr-25	may-25	Var. Mayo vs Ene	Var. Mayo vs Abr
Inflación (Variación 12 meses)						
dic-25	%	3,8	4,1	4,0	0,2	-0,1
dic-26	%	3,0	3,0	3,0	0,0	0,0
Tipo de Cambio (Nivel)						
Dentro de 2 meses	USD/CLP	990	980	930	-60	-50
Dentro de 11 meses	USD/CLP	950	950	925	-25	-25
PIB (Variación 12 meses)						
dic-25	%	2,1	2,0	2,0	-0,1	0,0
dic-26	%	2,1	2,0	2,0	-0,1	0,0
dic-27	%	2,1	2,0	2,0	-0,1	0,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta de Expectativas Económicas del BCCH.

3 Para más detalles, ver Tema de Análisis CEF del mes de mayo 2025.



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MERCADO DE CAPITALES

SUBSIDIO A TASAS HIPOTECARIAS EN CONTEXTO DE CONTRACCIÓN DEL SECTOR VIVIENDA

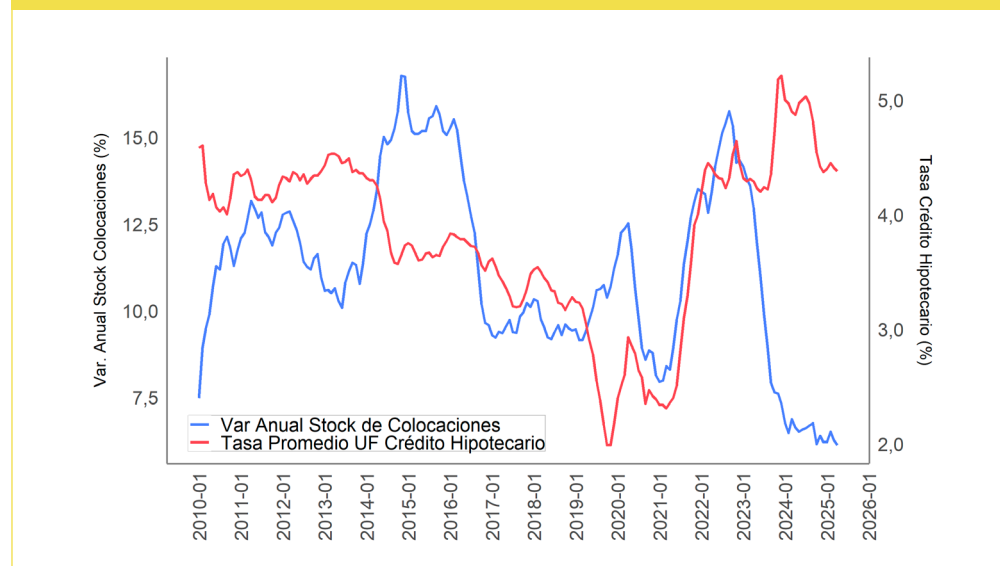
CEF ANÁLISIS
MAYO 2025

MERCADO DE CAPITALES

DIAGNÓSTICO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

El mercado de crédito hipotecario en Chile presenta una clara dinámica inversa entre el costo del financiamiento y el crecimiento de las colocaciones hipotecarias. El Gráfico N°1 muestra que los aumentos en la Tasa Promedio de los Créditos Hipotecarios en UF¹ han coincidido históricamente con una desaceleración en la variación anual del stock de colocaciones. No obstante, en los años recientes (postpandemia) se observa un cierto desfase en el impacto del alza de tasas sobre el crecimiento del stock de créditos hipotecarios. Como se ve, las tasas empezaron a aumentar fuertemente en promedio a partir de inicios de 2021, pero hubo un efecto retardado en las colocaciones que empezaron a caer recién a fines de 2022. Esta correlación subraya la sensibilidad de la demanda de crédito hipotecario a las condiciones de tasa que enfrentan los deudores potenciales.

GRÁFICO N°1: VAR. ANUAL STOCK COLOCACIONES VS. TASA PROMEDIO UF CRÉDITO HIPOTECARIO



Fuente: BCCH.

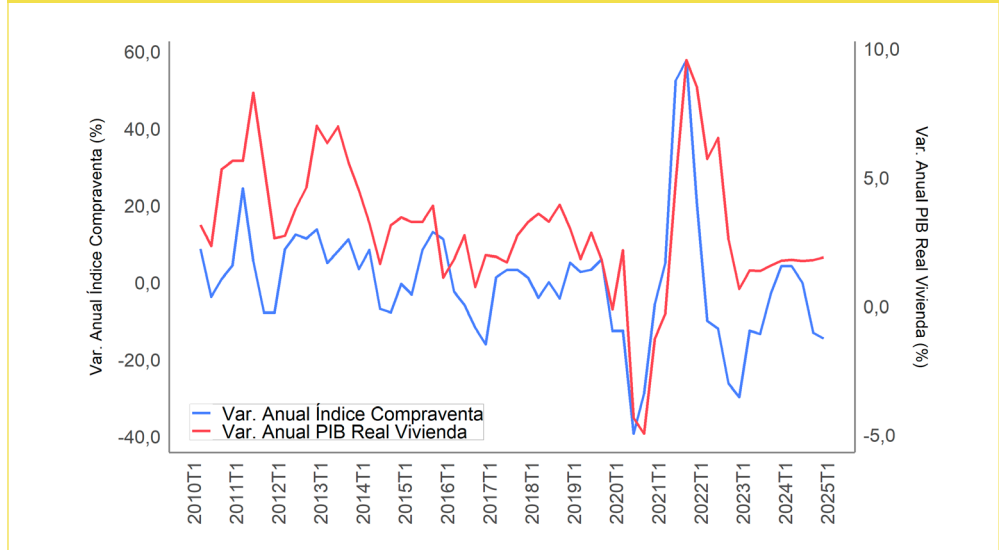
El impacto de estas condiciones crediticias se extiende a la actividad económica y transaccional del sector vivienda. El Gráfico N°2 muestra la relación entre la Variación Anual del Índice de Compraventa de Viviendas² y la Variación Anual del PIB Real de Servicios de Vivienda e Inmobiliarios. Ambas series exhiben una significativa contracción desde fines de 2022, contracción que se condice con lo mostrado en el Gráfico N°1. En ese período empiezan a caer fuertemente las colocaciones hipotecarias, con una especie de efecto retardado en relación con el aumento previo de las tasas. Esta debilidad simultánea en transacciones (o cantidad de viviendas compradas) y aporte al PIB evidencia el actual ciclo contractivo del sector.

1 Corresponde a un promedio ponderado de las operaciones efectivas pactadas en el Gran Santiago, en UF y a más de 3 años, de préstamos y créditos hipotecarios.

2 Índice construido a partir del Número total de operaciones de compraventa. 2008=100.

MERCADO DE CAPITALLES

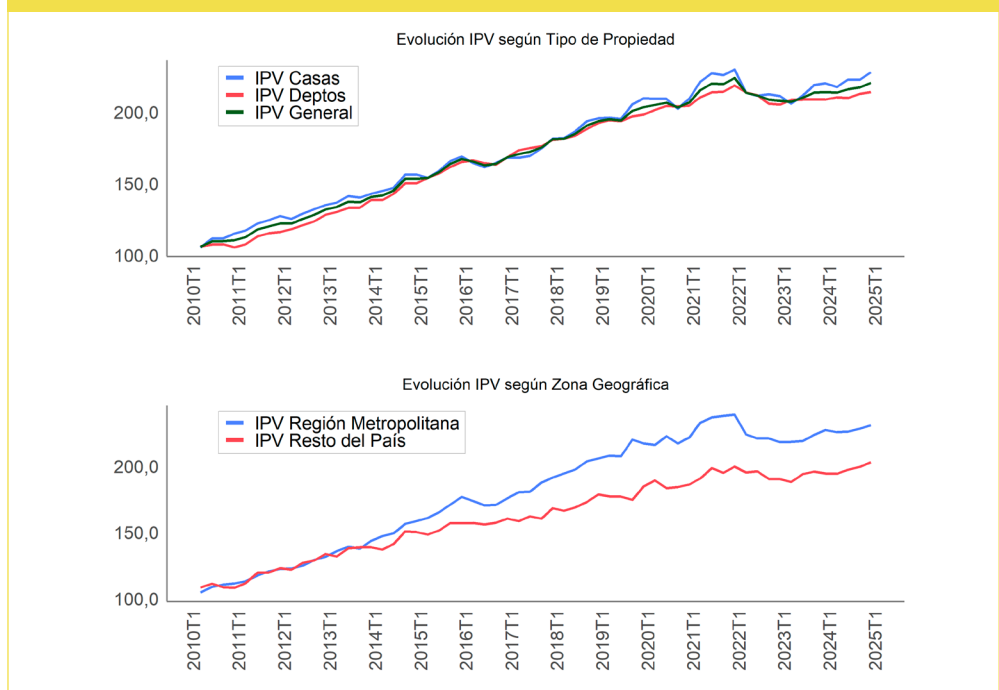
GRÁFICO N°2: VAR. ANUAL ÍNDICE COMRAVENTA VS. VAR. ANUAL PIB REAL DE SERVICIOS DE VIVIENDA E INMOBILIARIOS



Fuente: BCCH.

En cuanto a los precios, el Índice de Precios de Vivienda (IPV) que se muestra en el Gráfico N°3, también refleja esta moderación, con caídas en los índices de precios a partir de fines de 2022, lo que vuelve a ilustrar la situación mencionada anteriormente. Aunque desde 2023 se observa una tendencia al alza en los precios de las viviendas, tanto en todos los tipos de propiedad como por zona geográfica.

GRÁFICO N°3: EVOLUCIÓN IPV SEGÚN TIPO DE PROPIEDAD Y ZONA GEOGRÁFICA 2010-2025

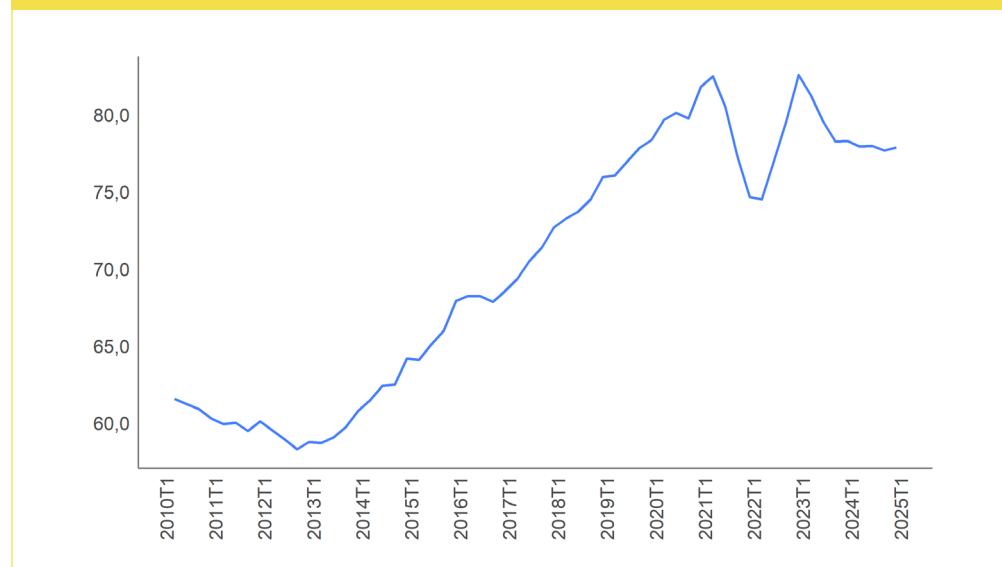


Fuente: BCCH.

MERCADO DE CAPITALES

Este escenario se enmarca, además, en un contexto de elevado endeudamiento de los hogares. El ratio de deuda total sobre ingreso disponible de los hogares (Gráfico N°4) ha aumentado consistentemente, situándose cerca del 78% en la actualidad, y si se considera solo la deuda relacionada a créditos hipotecarios, esa cifra corresponde a 45% aproximadamente, cuando en 2010 era de alrededor de 30%. De manera de que, es muy probable, que la situación financiera de los hogares chilenos no permita una gran expansión del sector inmobiliario en el corto ni mediano plazo. Además, se le suma a la carga crediticia de los hogares un mercado laboral poco dinámico en los últimos años y un país que crece a un ritmo que no es suficiente para aumentar los ingresos reales de los hogares.

GRÁFICO N°4: RATIO DE DEUDA TOTAL A INGRESO DISPONIBLE DE LOS HOGARES (%)



Fuente: BCCH.

Frente a este contexto, el 19 de mayo la Cámara de Diputados despachó a Ley el proyecto del Subsidio al Dividendo, impulsado por la Cámara Chilena de la Construcción, la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras y el Ministerio de Hacienda. La iniciativa busca aliviar la carga financiera de los créditos hipotecarios para la compra de viviendas nuevas de hasta 4.000 UF, y contempla una garantía estatal que potencia aún más la rebaja de la tasa. El subsidio cubre hasta 60 puntos base de la tasa de interés, con el objetivo de facilitar el acceso a la primera vivienda y contribuir a disminuir el alto stock de inmuebles sin vender. Con ello, el gobierno espera reactivar el sector inmobiliario y de la construcción, así como facilitar el acceso al crédito para miles de familias (se entregará un máximo de 50.000 subsidios).

POSIBLES IMPACTOS EN EL MERCADO DE CAPITALES

El reciente despacho en la Cámara de Diputados de la ley del Subsidio al Dividendo podría generar diversos efectos en el mercado de capitales chileno, tanto en el corto como en el mediano plazo.

En el corto plazo, es previsible un aumento en la demanda por instrumentos de deuda hipotecaria. El subsidio, al reducir la carga financiera de los créditos para viviendas nuevas de hasta 4.000 UF³ y contar con una garantía estatal, tiene el potencial de incentivar una mayor toma de préstamos hipotecarios. Esto impulsaría principalmente al sector bancario, que vería incrementada su actividad crediticia.

Al mismo tiempo, la expectativa de una reactivación en el sector inmobiliario y de la construcción —como espera el Gobierno— podría aumentar el apetito por acciones de empresas vinculadas a estos rubros, así como por fondos de inversión inmobiliaria. Una mejora en las perspectivas para estas compañías también podría reflejarse en una disminución de los spreads de crédito de sus bonos corporativos, debido a una menor percepción de riesgo. Asimismo, la garantía estatal y el eventual aumento en la contratación de seguros asociados a estos nuevos créditos podrían dinamizar el mercado de seguros en Chile, ampliando el impacto positivo del subsidio sobre el sistema financiero. Aunque el efecto esperado más importante es disminuir el stock de viviendas nuevas y terminadas, cercano a 100.000 unidades, y de esta forma que se pueda reiniciar la construcción de otras, para reactivar al sector y el empleo, lo que indirectamente a su vez causaría lo mencionado anteriormente.

Sin embargo, al mirar hacia el mediano plazo, surgen varios puntos de cautela. Un aspecto central será determinar si el estímulo inicial puede sostenerse en el tiempo. Esto es especialmente relevante considerando el elevado nivel de endeudamiento de los hogares, que ya alcanza cerca del 78% de su ingreso disponible, con un 45% correspondiente a deuda hipotecaria. A esto se suma un mercado laboral que ha mostrado escaso dinamismo en los últimos años, lo que podría limitar la capacidad de los hogares para asumir nuevos compromisos financieros.

Otro factor clave es el costo fiscal del proyecto de ley. Según el Informe Financiero Sustitutivo N°73 de la Dirección de Presupuestos (DIPRES) del 18 de marzo de 2025, las modificaciones introducidas a los programas financiados con el Fondo de Garantías Especiales (FOGAES) no implican que este deba incrementar su patrimonio, por lo que no tendrán efecto fiscal directo. Sin embargo, la nueva configuración del subsidio a la tasa de interés de créditos hipotecarios, sí implican un gasto fiscal extra.

MERCADO DE CAPITALES



³ En el caso de viviendas de 4000 UF, el monto mensual del dividendo disminuiría en aproximadamente 87.000 pesos, de acuerdo a cálculos del Ministerio de Hacienda.



MERCADO DE CAPITALES

Este informe de la DIPRES detalla un flujo de mayor gasto fiscal que, por ejemplo, ascendería a \$3.881 millones de pesos de 2025 en el año 2026, \$16.067 millones en 2027, y \$24.956 millones en 2028, con costos proyectados hasta el año 2055. Dicho gasto se financiará el primer año con cargo a la partida presupuestaria Tesoro Público y en los años posteriores con cargo a los recursos que se contemplan en las respectivas leyes de presupuestos del Sector Público. Aunque la administración del subsidio y las nuevas obligaciones de informe se realizarían con la dotación y recursos vigentes de los servicios involucrados, este nuevo flujo de gasto anual debe ser considerado en el contexto de las metas fiscales más amplias del país, como las proyecciones de deuda del gobierno central que se espera alcancen un 42,3% del PIB en 2025, con un objetivo de estabilización por debajo del 45% y una reducción hacia el 40% para 2029⁴.

La interacción de esta nueva posible ley con las dinámicas preexistentes del mercado, como la contracción del sector vivienda desde fines de 2022 y la mencionada evolución de precios, será clave para determinar el impacto que tendrá esta política pública en el mercado de capitales chileno. Para evaluar la materialización de los impactos positivos y los riesgos mencionados, será crucial monitorear de cerca variables clave tanto en el mercado de capitales –como el volumen y precio de los nuevos instrumentos de deuda hipotecaria, los spreads de crédito del sector construcción e inmobiliario, y los márgenes de la banca en estos préstamos– como en el sector real –incluyendo la evolución de las ventas de viviendas, el inicio de nuevas construcciones, los índices de precios de vivienda (IPV), el comportamiento del empleo sectorial y la propia dinámica del endeudamiento de los hogares–. Es importante notar que este análisis se basa en supuestos fundamentales, tales como la disposición de las entidades financieras a canalizar activamente estos subsidios, una respuesta favorable de la demanda a los incentivos ofrecidos, y un entorno macroeconómico general que permita que dichos incentivos operen con la efectividad esperada.

⁴ Dato disponible en el Informe de Finanzas Públicas del Ministerio de Hacienda perteneciente al Primer Trimestre 2025.



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

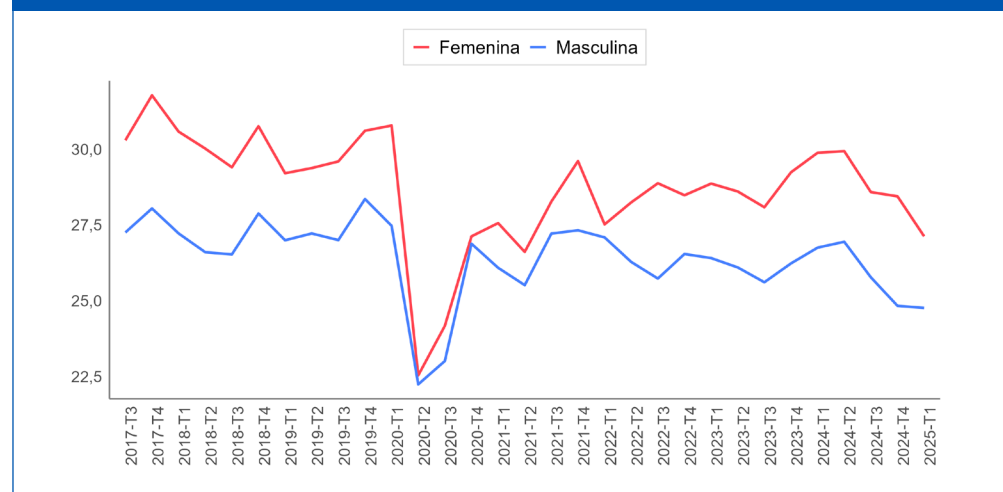
CAE LA INFORMALIDAD, PERO TAMBIÉN LA TASA DE OCUPACIÓN DE SECTORES CON BAJA ESCOLARIDAD

CEF ANÁLISIS
MAYO 2025

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

El último dato de informalidad laboral de la Encuesta de Empleo del INE constituyó una noticia positiva, ya que el porcentaje de ocupados que trabaja informalmente cayó de 26,1% en el trimestre diciembre-febrero, a 25,8% en el lapso enero-marzo. Esta última cifra es la más baja desde mediados de 2020, cuando la pandemia significó que muchos trabajadores informales salieran del mercado laboral. La caída se explica principalmente por menor informalidad masculina, como muestra el Gráfico N°1. Se puede ver además que tanto la informalidad femenina como masculina muestran una tendencia decreciente desde hace cerca de un año.

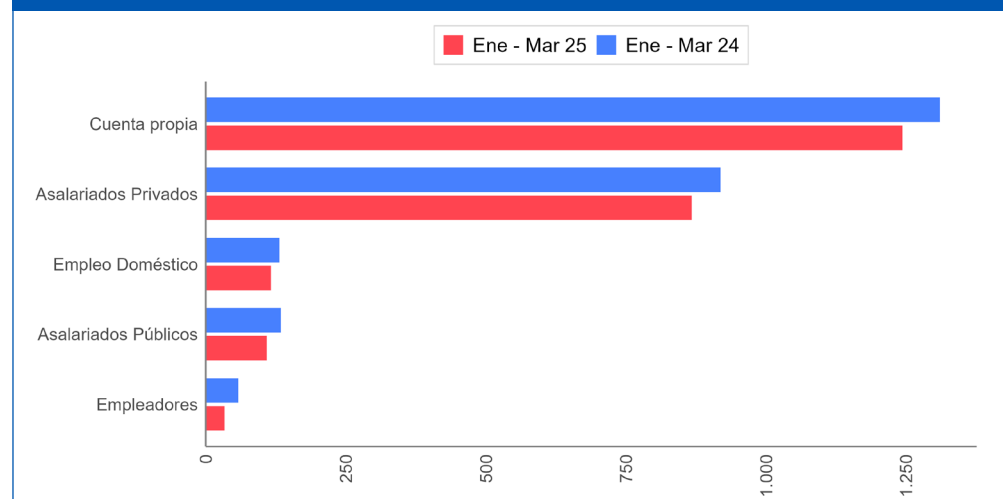
GRÁFICO N°1: TASA DE INFORMALIDAD LABORAL (%)



Fuente: ENE, INE.

Si analizamos esta caída en la informalidad por categoría en la ocupación, vemos que se explica principalmente por menor informalidad en la categoría de cuenta propia y asalariados privados, aunque el resto de las categorías también exhiben una contracción en el número de ocupados informales.

GRÁFICO N°2: OCUPADOS INFORMALES POR CATEGORÍA (MILES)



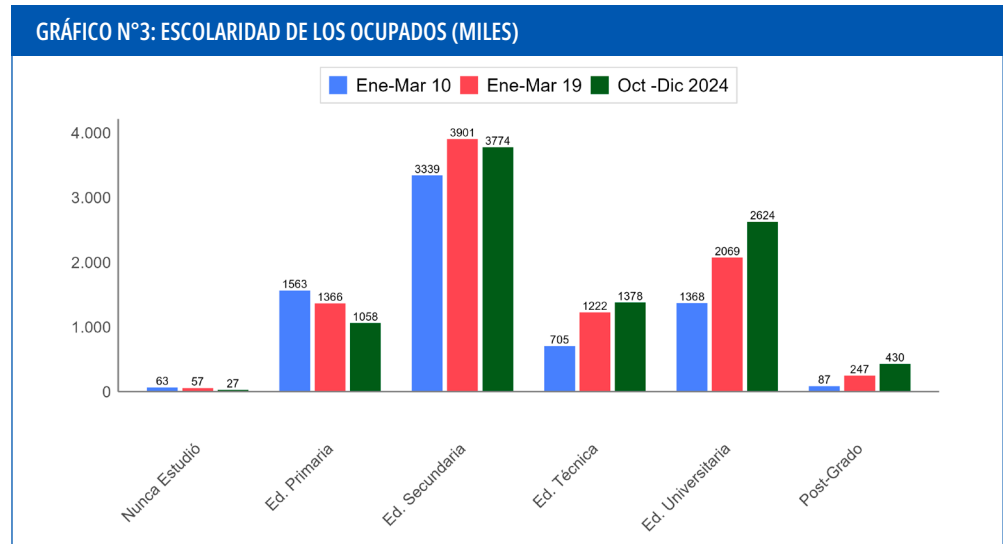
Fuente: ENE, INE.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

La disminución de la informalidad es un objetivo de política pública necesario, ya que no basta con generar ocupación, se requiere también que sean empleos formales, con seguridad social. Sin embargo, es necesario complementar esta cifra con otros indicadores del mercado laboral para hacer un diagnóstico correcto del fenómeno. Esto, porque la tasa de informalidad mide el porcentaje de ocupados que trabaja informalmente, pero deja fuera que, lo que podría estar ocurriendo, es que parte de los ocupados informales esté pasando a una situación de inactividad laboral. Dado lo anterior, lo que se está observando es que esté cambiando la composición de los ocupados, debido a que aumentan las tasas de ocupación de sectores que tienen mayor posibilidad de acceso al mercado formal, y cayendo la ocupación de grupos más vulnerables, que cuando estaban ocupados lo hacían informalmente.

Si se analizan las cifras de ocupación por niveles de escolaridad, efectivamente se puede constatar que está cayendo la ocupación de los grupos con menor nivel de educación, tanto en términos absolutos como medidos en tasa de ocupación, mientras aumenta la ocupación de grupos de mayor escolaridad, siendo este un fenómeno que lleva bastante tiempo, como muestran los Gráficos N°3 y N°4.

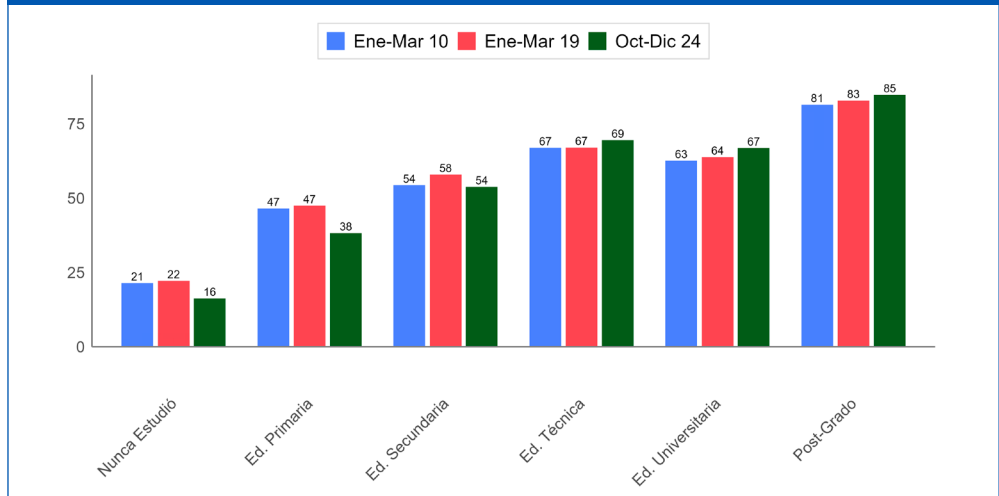
Entonces, efectivamente se ha registrado una situación en que en los sectores de menor escolaridad ha aumentado la inactividad laboral.



Fuente: INE.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

GRÁFICO N°4: TASA DE OCUPACIÓN POR NIVEL DE ESCOLARIDAD (%)



Fuente: INE.

Los datos del INE muestran que en el último año la ocupación informal ha caído en 101 mil puestos de trabajo, de los cuales 69 mil corresponden a grupos sin educación superior. Sin embargo, la ocupación formal de los sectores de baja escolaridad se mantiene estable, por lo que la caída en la informalidad se debe en parte importante a mayor inactividad laboral de esos grupos, lo que resulta preocupante. Se debe señalar que es posible que esa mayor inactividad se explique, en parte, porque los grupos de menor escolaridad son probablemente de mayor edad promedio, por ende, no sólo la baja escolaridad atenta contra sus oportunidades laborales, sino también la edad.

La política laboral en Chile debería tener dentro de sus prioridades lograr mayores oportunidades laborales formales para los grupos que no tienen educación superior, y que aún constituyen el 52% de los ocupados. Dado que se ha ido encareciendo la contratación, la política de capacitación requiere cambios importantes, diagnosticados hace más de una década, de tal forma de lograr mayores niveles de inserción laboral de grupos más vulnerables, junto con permitir aumentos de productividad laboral. Esta agenda ha estado ausente en los últimos años, es de esperar que sea retomada en un futuro gobierno.



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

TEMA DE ANÁLISIS

**SOSTENIBILIDAD FISCAL EN CHILE:
TRAYECTORIA DE LA DEUDA Y LA
ESTRATEGIA DE CONVERGENCIA 2025-2029**

SOSTENIBILIDAD FISCAL EN CHILE: TRAYECTORIA DE LA DEUDA Y LA ESTRATEGIA DE CONVERGENCIA 2025-2029

Maximiliano Villalobos Andueza¹

EL DESAFÍO DE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

La situación fiscal de Chile ha experimentado un deterioro en los últimos años, lo que posiciona el ordenamiento de las finanzas públicas como una prioridad importante. Esta necesidad no surge únicamente de la importancia de “sanear” la macroeconomía, sino también de las implicancias que un desorden fiscal tiene para el ciudadano común. En este contexto, el Consejo Fiscal Autónomo (CFA), en su más reciente *Informe sobre el Ejercicio de sus Funciones y Atribuciones (mayo 2025)*², ha sido enfático en señalar los riesgos. El CFA destaca que “la persistencia de déficits estructurales por varios años ha acercado la deuda bruta a su nivel prudente de 45% del PIB, limitando el espacio de gasto público actual y futuro”, lo que, a su juicio, sitúa al país en un “punto de inflexión”.

Advierten sobre un “estrés fiscal prolongado” que se manifiesta no solo en el nivel de endeudamiento, sino también en las holguras negativas a mediano plazo y en un Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) “en un nivel muy inferior al que nos permitió enfrentar crisis en el pasado”. Ante este panorama, el CFA reitera su “recomendación al Poder Ejecutivo y al Legislativo de diseñar y consensuar una agenda concreta” para fortalecer la sostenibilidad, mostrando especial preocupación por los incumplimientos de metas de Balance Estructural y la práctica de “trasladar parte de los esfuerzos de consolidación a las futuras administraciones”.

El presente análisis busca profundizar en estas advertencias, detallando cómo, a nivel macroeconómico, un elevado ratio de deuda pública sobre el PIB conlleva múltiples consecuencias. Un mayor nivel de deuda implica un incremento en el pago de intereses, lo que a su vez reduce el espacio presupuestario disponible para financiar programas sociales, inversión pública y otros gastos esenciales. También se limita (debido a disponer mayor parte del presupuesto al servicio de la deuda) el margen de maniobra del gobierno para responder a crisis económicas (recesiones, desastres naturales, etc.) o para implementar políticas de estímulo, tornando más compleja la gestión de shocks negativos. A esto se suma el encarecimiento del crédito para el sector privado, ya que las tasas de los bonos soberanos, influenciadas por el nivel de endeudamiento público, actúan como piso para el costo del crédito privado, lo que puede desincentivar la inversión y el consumo, complicando aún más la recuperación económica. Adicionalmente, si una porción significativa de la deuda está denominada en moneda extranjera, como se observa en la tendencia reciente, se introduce una presión alcista sobre el tipo de cambio cuando el gobierno necesita divisas para el servicio de la deuda. Una depreciación de la moneda local puede aumentar presiones inflacionarias a través del encarecimiento de bienes finales y cualquier bien intermedio que se utilice para producción de un bien final en el mercado chileno, lo que se traducirá también en un aumento del precio de este último bien.

¹ Ingeniero Comercial mención Economía PUC y Magíster en Economía Aplicada PUC.

² Ver <https://cfachile.cl/publicaciones-del-cfa/informes-del-consejo/informes-de-evaluacion-periodica-de-la-situacion-fiscal/informes-semestrales-al-congreso/informe-al-congreso-n-12-informe-del-consejo-fiscal-autonomo-sobre-el-ejercicio>.



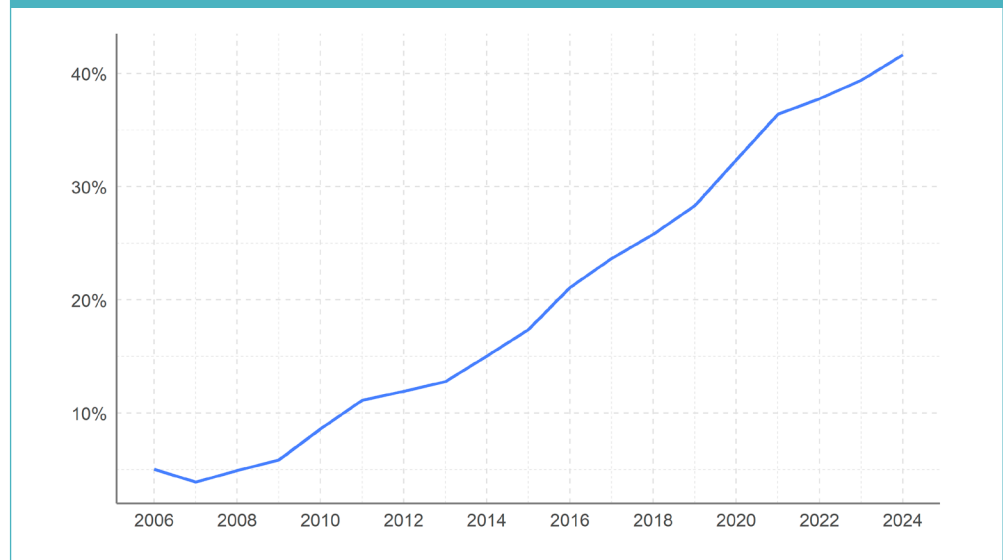
TEMA DE ANÁLISIS

Este rango de efectos macroeconómicos, que van desde la reducción del espacio presupuestario y la limitación de la capacidad de respuesta estatal hasta el encarecimiento del crédito y las presiones inflacionarias, pone de manifiesto la gravedad potencial de un endeudamiento público excesivo. Ante la evidencia de un deterioro en la situación fiscal y un incremento en el ratio de deuda pública en Chile durante los últimos años —tendencia que el propio Consejo Fiscal Autónomo ha calificado como un “punto de inflexión” y que genera “estrés fiscal prolongado”—, resulta pertinente analizar la trayectoria reciente de las finanzas públicas chilenas. El presente informe se aboca, precisamente, a esta tarea, con el fin de comprender la magnitud de los desafíos actuales y las implicancias para la sostenibilidad fiscal del país.

DINÁMICA DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO: NIVELES, TRAYECTORIA Y COMPOSICIÓN

En el siguiente gráfico se muestra la relación de deuda bruta³ del gobierno central a PIB. Como se logra observar, esta relación muestra fuertes aumentos desde cifras de un dígito previo al año 2011, hasta llegar al 41,7% del PIB al cierre del año 2024.

GRÁFICO N°1: RELACIÓN DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL A PIB



Fuente: BCCH.

En suma, la relación deuda a PIB tuvo un incremento promedio de 2,35 puntos porcentuales cada año entre 2011 y 2024. Esto representa una tasa de crecimiento anual compuesta del 10,71% del monto total de la deuda durante el mismo período. Ambas cifras sugieren un crecimiento significativo y sostenido de la deuda en relación con el tamaño de la economía. Una continuación de esta misma trayectoria situaría el ratio deuda/PIB en aproximadamente 79,2% en 2040.

³ Considera la suma de pasivos en moneda nacional como en dólares. Los pasivos en dólares se componen en un 100% de deuda externa.

Además del riesgo asociado a mantener un nivel de deuda elevado en relación con el PIB, recientemente ha surgido otra preocupación. La proporción de la deuda bruta del gobierno central denominada en dólares ha ido aumentando de manera sostenida, en desmedro de aquella denominada en moneda nacional. En otras palabras, la deuda en moneda local ha perdido relevancia relativa dentro del total, mientras que la participación del dólar ha ganado cada vez más peso. La siguiente tabla muestra la evolución de la composición de los pasivos brutos del gobierno central entre 2010 y 2024:

TABLA N°1: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL SEGÚN DENOMINACIÓN

Año	% de deuda bruta ven moneda nacional	% de deuda bruta en dólares
2010	82,8%	17,2%
2011	82,8%	17,2%
2012	83,9%	16,1%
2013	87,1%	12,9%
2014	84,1%	15,9%
2015	81,7%	18,3%
2016	82,3%	17,7%
2017	82,4%	17,6%
2018	80,2%	19,8%
2019	79,4%	20,6%
2020	76,9%	23,1%
2021	64,8%	35,2%
2022	64,5%	35,5%
2023	64,2%	35,8%
2024	63,8%	36,2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES.

La tabla anterior ilustra con claridad la tendencia descrita: una marcada y creciente dolarización de la deuda bruta del Gobierno Central. Si bien en 2010 el 17,2% de la deuda estaba denominada en dólares, esta proporción ha escalado hasta el 36,2% en 2024, lo que implica que más de un tercio de los compromisos ahora están sujetos a las fluctuaciones de una moneda extranjera.

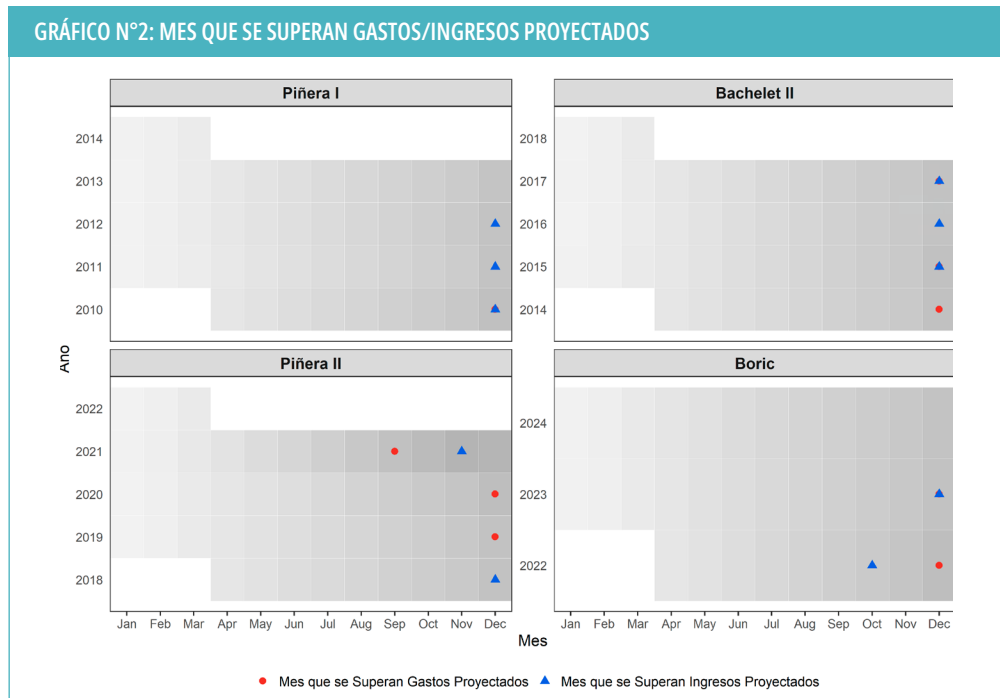
Esta recomposición de la cartera de pasivos introduce una fuente adicional y significativa de vulnerabilidad: el riesgo cambiario. En un escenario de depreciación de la moneda nacional frente al dólar –un fenómeno no infrecuente y a menudo fuera del control directo de las autoridades nacionales–, el servicio de la deuda denominada en moneda extranjera (tanto intereses como amortizaciones) se encarece automáticamente en términos de moneda local. Este encarecimiento no solo ejerce una presión adicional sobre las finanzas públicas, pudiendo desviar recursos que de otro modo se destinarían a otros gastos esenciales, sino que también puede agravar la carga total de la deuda en relación con el PIB, dificultando su gestión y sostenibilidad.

Por lo tanto, el cambio en la composición de la deuda hacia una mayor proporción en dólares, sumado al ya elevado nivel de endeudamiento general previamente discutido, no hace más que amplificar los riesgos fiscales y la exposición de la economía a la volatilidad del tipo de cambio, constituyendo una causa adicional de preocupación para la estabilidad macroeconómica futura.

GESTIÓN PRESUPUESTARIA RECIENTE: EJECUCIÓN Y DESVIACIONES

La gestión presupuestaria efectiva es un pilar de la política fiscal. Los gráficos presentados a continuación ofrecen una visión sobre la ejecución fiscal en años y administraciones recientes. El Gráfico N°2 muestra la dinámica intra-anual de la ejecución presupuestaria bajo distintas administraciones, indicando los meses en que los gastos o ingresos efectivos superaron las proyecciones de la ley de presupuestos aprobada para ese año. En el caso de la primera administración de Sebastián Piñera, entre 2011 y 2013 se sobreestimaron los gastos consecutivamente, no llegando al 100% de los gastos presupuestados en la ley para cada uno de esos años, en 2010 el 100% se superó en diciembre (probablemente dado a gastos extras debido al terremoto de ese año, no considerados en la ley aprobada en 2009). En su segunda administración en 2018 se sobreestimó el gasto, mientras que en 2019 y 2020 se superó lo presupuestado en diciembre. En 2021, debido a la pandemia y el esfuerzo estatal por suavizar los efectos de esta en la economía, el gasto presupuestado se superó en septiembre de ese año, cerrando ese mismo año con un gasto efectivo un 27% mayor al presupuestado en 2020⁴. En el caso de la segunda administración de Michelle Bachelet, salvo el año 2016, año en el cual se gastó menos de lo presupuestado, el gasto efectivo superó al presupuestado durante el mes de diciembre recurrentemente, tanto 2014, 2015 como 2017. La administración del Presidente Boric, tanto en 2022 y 2023, gastó ya más de lo presupuestado en el mes de diciembre en ambos años, para cerrar el año 2024 gastando un 1% menos del gasto aprobado el año anterior.

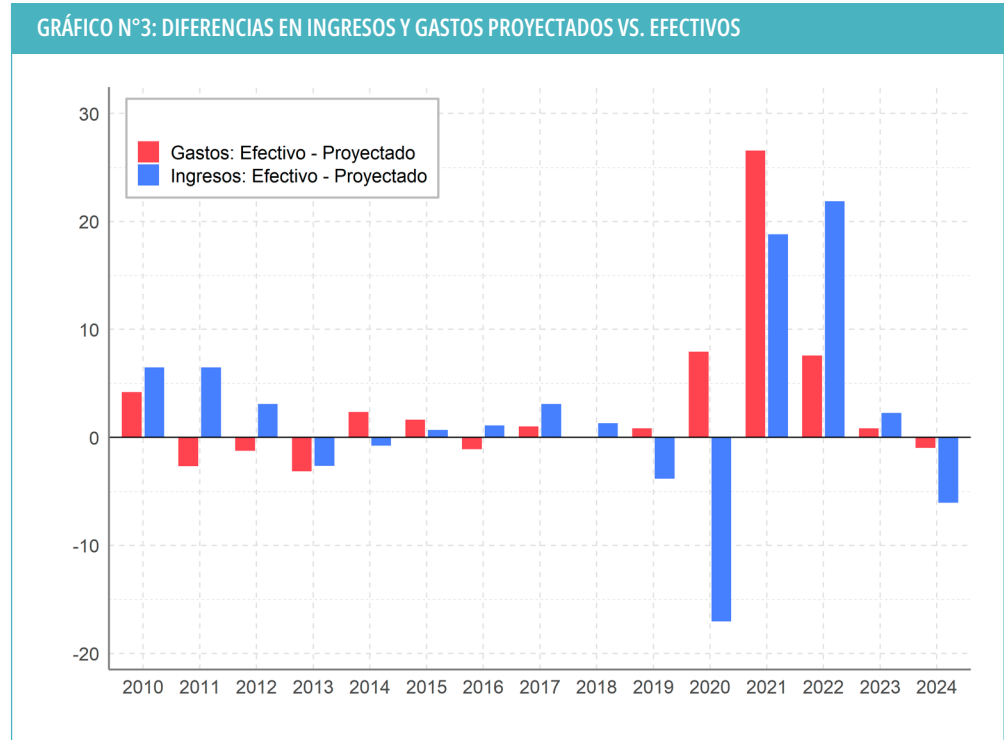
GRÁFICO N°2: MES QUE SE SUPERAN GASTOS/INGRESOS PROYECTADOS



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES.

⁴ Este mayor gasto respecto al lo presupuestado se explica principalmente por la entrega casi universal del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE).

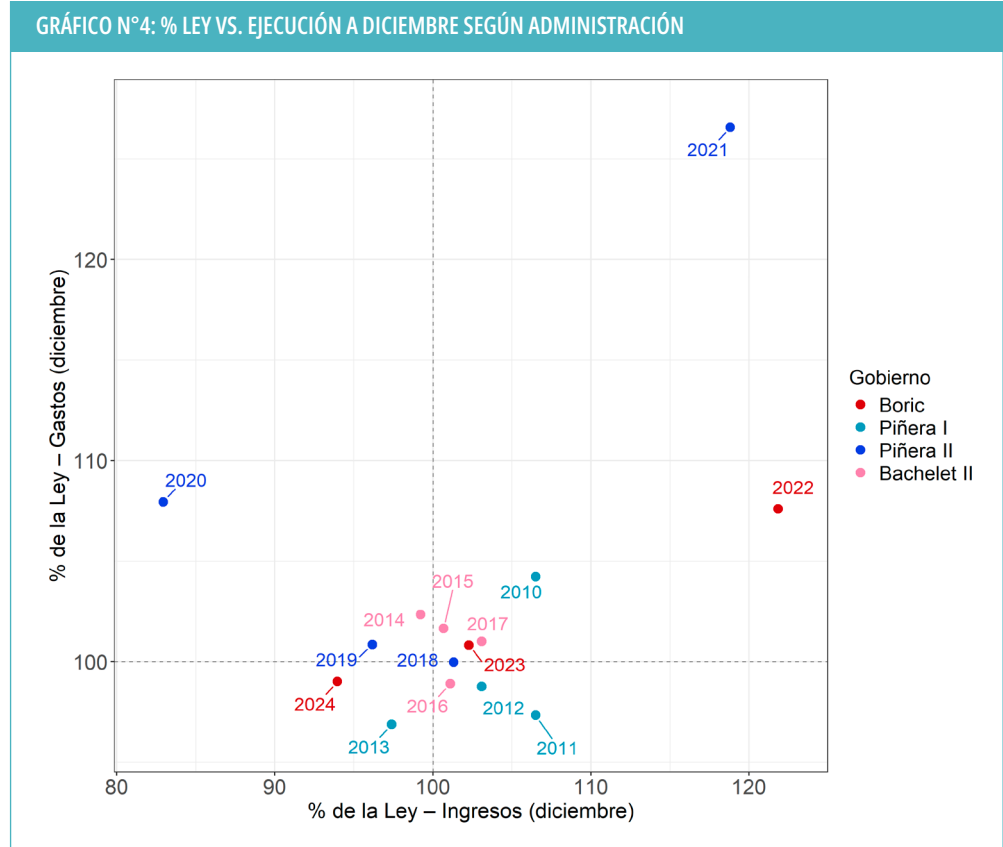
Complementariamente, el Gráfico N°3 cuantifica estas desviaciones. Se observa que, si bien en la mayoría de los años las diferencias son acotadas, los años 2020-2022 presentaron variaciones sustanciales, principalmente asociadas a la respuesta fiscal a la pandemia del COVID-19 y sus secuelas, donde tanto los ingresos como los gastos se apartaron significativamente de las proyecciones iniciales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES.

TEMA DE ANÁLISIS

Por último, el Gráfico N°4, gráfico que complementa al Gráfico N°2, sitúa el desempeño fiscal de fin de año en relación con la Ley de Presupuestos. En general, se observa una tendencia a ejecutar cerca del 100% del presupuesto de gastos, aunque con variaciones. El año 2021 destaca como un caso atípico con una ejecución de gastos significativamente por sobre la ley (127% del original proyectado) y también ingresos extraordinariamente altos (118% del original proyectado) reflejando el peak de las medidas de estímulo debido a la pandemia que empezó en 2020.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES.

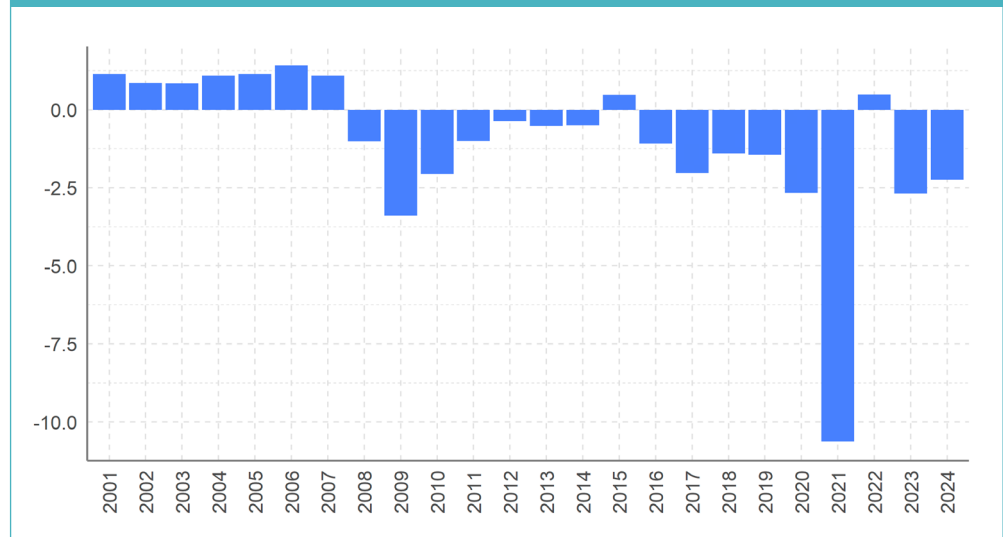
La gestión de las finanzas públicas se evalúa no solo por la ejecución del presupuesto anual, sino también por su alineación con objetivos de sostenibilidad a largo plazo. Para ello, un indicador clave es el Balance Cíclicamente Ajustado (BCA) o Balance Estructural. Este mide cuál sería el resultado fiscal del gobierno si la economía creciera al nivel de tendencia y los precios de commodities clave, como el cobre, estuvieran en sus niveles de largo plazo. Así, el BCA elimina los efectos transitorios del ciclo económico, ofreciendo una visión más nítida de la solidez estructural de las finanzas públicas y guiando la política fiscal para asegurar su sostenibilidad.

TEMA DE ANÁLISIS

Aunque pequeñas variaciones entre lo presupuestado y lo ejecutado son normales, desviaciones fiscales estructurales persistentes o significativas tienen serias implicaciones. Un déficit estructural recurrente, es decir, un gasto que excede consistentemente los ingresos estructurales inevitablemente conduce a un mayor endeudamiento.

Por lo tanto, si bien la gestión de gastos respecto a lo proyectado puede mostrar contenciones puntuales, como la observada en 2024, la trayectoria del Balance Cíclicamente Ajustado es también importante de analizar. El Gráfico N°5 muestra la evolución histórica del BCA en Chile hasta 2024, evidenciando los desafíos enfrentados, como el pronunciado déficit estructural de 2021, además de déficits de menor orden, pero de importancia en 2023 y 2024.

GRÁFICO N°5: EVOLUCIÓN BALANCE CÍCLICAMENTE AJUSTADO EN CHILE



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES.

En definitiva, el análisis de la gestión presupuestaria reciente en Chile, incluyendo la dinámica intra-anual de ejecución y las desviaciones respecto a las proyecciones (Gráficos N°2, N°3 y N°4), revela la complejidad inherente a la administración fiscal. Para una evaluación más profunda de la política fiscal, resulta igualmente importante examinar la trayectoria del Balance Cíclicamente Ajustado (Gráfico N°5), ya que este indicador ofrece una perspectiva más clara sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, más allá de las fluctuaciones económicas coyunturales.

PROYECCIONES PARA 2025

La sección II.5 del Informe de Finanzas Públicas del Ministerio de Hacienda, correspondiente al primer trimestre 2025 detalla la proyección para la Deuda Bruta del Gobierno Central (DBGC) al cierre del ejercicio presupuestario 2025. Se estima que el stock de DBGC alcanzará los MM\$141.563.957 millones, lo que equivale al 42,3% del Producto Interno Bruto (PIB) estimado para ese período, un aumento de 0,6% con respecto a la cifra del año anterior.

Esta proyección se enmarca en la revisión anual de las necesidades de financiamiento del gobierno, que para 2025 ascienden a MM\$15.874.013. De este monto, MM\$5.793.924 millones corresponden al déficit efectivo y MM\$5.032.658 a amortizaciones de la deuda. El resto corresponde a financiación de otros gastos, dentro de los que se encuentran en mayor relevancia aportes a distintos fondos y capitalización de empresas públicas.

Para cubrir estas necesidades, se contempla principalmente la emisión de nueva deuda por \$14.584.450 millones y el uso de activos del Tesoro por \$1.289.563 millones.

El informe también analiza la variación de la proyección del stock de deuda (como % del PIB) para 2025 en comparación con la estimación de la cifra del informe del trimestre anterior (41,7%). El principal factor que ejerce una presión a la baja sobre este ratio es una mayor estimación del nivel del PIB nominal para 2025 (con un impacto de -0,5 puntos porcentuales del PIB). No obstante, este efecto es contrarrestado y superado por factores que impulsan el ratio al alza: cambios en la composición de la canasta de monedas de la deuda (+0,4 puntos), el fortalecimiento del dólar y el euro respecto al peso (+0,3 puntos), y el efecto de la inflación (+0,1 puntos). La conjugación de estos elementos a la cifra de deuda a PIB proyectada por el informe anterior lleva a que la proyección final de la deuda/PIB para 2025 se sitúe en el mencionado 42,3%.

RECOMENDACIONES DE ORGANISMOS: FMI Y CONSEJO FISCAL AUTÓNOMO

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su consulta del Artículo IV de 2023⁵ si bien evalúa la deuda pública de Chile como relativamente baja y sostenible con alta probabilidad, advierte que los colchones fiscales se han reducido significativamente desde 2008, período en el cual la deuda del gobierno central aumentó del 4% al 38% del PIB (hasta 2022). Aunque bajo el escenario base del FMI la deuda se mantendría por debajo del techo prudente del 45% del PIB establecido por las autoridades, el organismo proyecta que, de mantenerse políticas fiscales sin cambios significativos (con déficits en torno al 2% del PIB), la deuda continuaría su ascenso y podría superar dicho techo prudente hacia 2027, lo que subraya la necesidad de una gestión fiscal vigilante.

Por su parte, el Consejo Fiscal Autónomo (CFA)⁶ de Chile identifica varios riesgos para la sostenibilidad de la deuda. Entre ellos, destaca la posibilidad de que desviaciones en la meta de Balance Estructural, como la ocurrida en 2024, se vuelvan persistentes. Advierte también sobre un posible aumento en el costo del endeudamiento debido a la incertidumbre

⁵ Ver <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/02/06/Chile-2023-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-544437>.

geopolítica internacional, y el riesgo asociado a las variaciones del tipo de cambio, dada la creciente proporción de deuda denominada en moneda extranjera. En este contexto, el CFA considera imperioso que el nivel prudente de deuda del 45% del PIB se mantenga sin modificaciones por parte de futuras administraciones, enfatizando que este umbral debe perdurar como un valor permanente con consideraciones de mediano plazo para garantizar la estabilidad y reforzar la credibilidad del marco fiscal chileno.

CONCLUSIÓN

El presente análisis ha revelado que la situación fiscal de Chile, si bien gestionada dentro de un marco institucional reconocido, enfrenta desafíos significativos. Estas conclusiones confirman, en gran medida, las advertencias que el Consejo Fiscal Autónomo (CFA) ha venido señalando consistentemente. La trayectoria ascendente de la deuda pública en la última década, que alcanzó el 41,7% del PIB en 2024, junto con una creciente proporción de esta denominada en moneda extranjera, ha incrementado la vulnerabilidad de las finanzas públicas y reducido los márgenes de maniobra, validando la preocupación del CFA sobre el "estrés fiscal prolongado" y el acercamiento de la deuda a niveles que limitan el espacio futuro. La gestión presupuestaria reciente, aunque con esfuerzos de contención, ha evidenciado la complejidad de alinear la ejecución con las metas fiscales estructurales, como lo demuestra el incumplimiento del Balance Cíclicamente Ajustado en 2024, un punto al cual el CFA pone énfasis.

Organismos como el FMI y el propio Consejo Fiscal Autónomo han subrayado la importancia de la prudencia fiscal, advirtiendo sobre la disminución de los colchones fiscales y los riesgos asociados a desviaciones persistentes y a la composición de la deuda. Efectivamente, la revisión de los datos y las tendencias recientes corroboran la pertinencia de estas alertas y la necesidad de una gestión fiscal vigilante. No obstante, el panorama no está exento de una hoja de ruta por parte de las autoridades.

El Ministerio de Hacienda, a través de su Informe de Finanzas Públicas Primer Trimestre 2025, ha establecido un plan de consolidación fiscal para el mediano plazo. Este plan contempla una senda de convergencia para el Balance Cíclicamente Ajustado, que busca alcanzar el equilibrio estructural (0% del PIB) en 2029. Como resultado de la implementación de las "Acciones Correctivas" administrativas y legislativas propuestas, se proyecta que la Deuda Bruta del Gobierno Central, después de alcanzar un 42,3% del PIB en 2025, inicie una trayectoria descendente hasta situarse en un 40,0% del PIB para el año 2029.

Esta proyección de convergencia de la deuda es una señal positiva y un objetivo importante de la política fiscal actual. Sin embargo, y en sintonía con las propias cautelas expresadas por el CFA respecto a la materialización de las medidas y la importancia de no trasladar esfuerzos a futuras administraciones, su éxito dependerá críticamente de la rigurosa implementación de las medidas anunciadas, la disciplina en la ejecución del gasto, la fortaleza de los ingresos estructurales y la capacidad para navegar un entorno económico global y local incierto. Mantener la credibilidad del marco fiscal y la sostenibilidad de la deuda, tal como lo enfatiza el CFA en su labor de velar por la responsabilidad fiscal, seguirá siendo un desafío primordial para asegurar la estabilidad macroeconómica y el bienestar futuro de Chile.

⁶ Ver <https://cfachile.cl/publicaciones-del-cfa/informes-del-consejo/informes-de-evaluacion-periodica-de-la-situacion-fiscal/informes-trimestrales-sobre-balance-estructural-y-nivel-prudente-de-deuda/informe-sobre-balance-estructural-n-21-informe-de-evaluacion-y-monitoreo-del>.



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

MODIFICACIONES LEGALES

MAYO 2025

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

ÁREA INMOBILIARIA

Informe preparado por María José Álvarez y Martín Valenzuela

Valor Legal de las Comunicaciones entre Inmobiliaria y Cliente: Dictamen Interpretativo Sernac sobre Fechas de Entrega en Proyectos Inmobiliarios

El reciente dictamen emitido por el Sernac ha preocupado a la industria inmobiliaria por sus implicancias, al establecer una interpretación administrativa sobre el valor legal de las comunicaciones entre las empresas inmobiliarias (proveedor), y quienes suscriben promesas de compraventas (consumidores). El dictamen se enfoca en los plazos de entrega en ventas "en blanco" (proyectos con permiso de edificación sin inicio de obras) o "en verde" (con permiso y obras en ejecución).

En primer lugar, resulta relevante señalar que los dictámenes interpretativos del Sernac tienen un alcance limitado únicamente a los funcionarios de dicho Servicio. En consecuencia, para los proveedores solo constituyen directrices a considerar al momento de evaluar el cumplimiento de sus obligaciones legales y no una obligación o requisito legal para la validez de su actuar.

En particular, la interpretación que hace el dictamen recae sobre 2 fundamentos esenciales: integración publicitaria y deber de profesionalidad.

El principio de integración publicitaria, establecido tanto en la Ley General de Urbanismo y Construcciones (LGUC) como en la Ley de Protección a los Derechos del Consumidor (LPDC), establece como elemento esencial de la formación del consentimiento por parte del consumidor la información proporcionada por el proveedor inmobiliario al efecto, lo que incluye todas las comunicaciones formales efectuadas por éste (medios publicitarios físicos y digitales, comunicaciones por correo electrónico, aplicaciones de mensajería).

Por otro lado, analiza el deber de profesionalidad del proveedor inmobiliario, en base al artículo 23 de la LPDC, e interpreta que este último, considerando su experiencia y conocimiento técnico sobre la materia, debe ajustar sus compromisos contractuales y publicitarios al tiempo requerido para la obtención de la Recepción Definitiva de la DOM. Sin embargo, estimamos que esta afirmación podría sentar una premisa peligrosa, al presumir un control del proveedor inmobiliario sobre procesos administrativos cuyos plazos y su (in) cumplimiento, en la práctica, dependen de un tercero: la autoridad.

Según la interpretación que hace el Sernac, si la publicidad y el contrato de promesa establecen un plazo para la celebración del contrato, dentro del cual debe haberse recibido el inmueble prometido vender, el no cumplimiento de este plazo significa un incumplimiento contractual, dando derecho por una parte a la ejecución de la garantía recibida en cumplimiento del art. 138 bis de la LGUC y también, en los casos en que el proveedor inmobiliario ha sido “poco diligente”, perseguir la correspondiente indemnización de perjuicios y responsabilidad por infracción al deber de profesionalidad.

Lo que resulta abiertamente peligroso en la interpretación administrativa hecha por el Sernac. ¿Cuándo se estima que el proveedor inmobiliario ha sido diligente?

En los casos de venta “en blanco” y venta “en verde”, si bien se trata de proyectos que cuentan con su respectivo Permiso de Obra Nueva, la gran mayoría de ellos atraviesa durante su ejecución por una Modificación de Permiso, previo a tramitar su recepción definitiva, ambos trámites tienen un plazo legal de tramitación total de hasta 120 días (esto sin perjuicio de los nuevos plazos que entrarán en vigencia en virtud de la ley de agilización de permisos de construcción).

El informe “Observatorio de Plazos” elaborado por la Asociación de Desarrolladores Inmobiliarios en conjunto con Toctoc en diciembre de 2023, que revisa plazos de tramitación de las distintas autorizaciones DOM (anteproyectos, permisos, sus modificaciones y recepciones y trámite de copropiedad) en el período 2019-2023, en las comunas de la Región Metropolitana y otras 10 comunas del país, concluye lo siguiente:

- Plazo promedio MP en Región Metropolitana: 206 días (siendo el menor 96 días y el mayor 471 días), el aumento en dicho período fue de 42,1%.
- Plazo promedio RD en Región Metropolitana: 71 días (siendo el menor 29 días y el mayor 204 días), el aumento en dicho período fue de 24,6%.
- Plazo promedio Copropiedad en Región Metropolitana: 141 días (siendo el menor 51 días y el mayor 311 días), el aumento en dicho período fue de 82,2%.

La interpretación del Sernac impone como deber al proveedor inmobiliario el “estar al tanto de los tiempos necesarios para la obtención de la aprobación de la recepción definitiva”, considerando que ello forma parte de su responsabilidad y permite garantizar las fechas de entrega comprometidas.

Sin embargo, considerando que entre la fecha de suscripción de promesas en blanco o en verde y la obtención de la Recepción Definitiva de la DOM pueden mediar plazos de 1 a 2 años, ¿Puede el Sernac prescindir en su interpretación del principio de celeridad administrativo, de la obligación legal de cumplimiento de los plazos o de la prohibición de que un procedimiento administrativo exceda de 6 meses?

En este contexto, cabe preguntarse si el deber de profesionalidad puede extenderse al punto de exigir al proveedor inmobiliario fechas de entrega respecto de las cuales debe “estar al tanto”, sin contar con control ni certeza razonable sobre su cumplimiento, más allá de lo que la ley expresamente dispone.

ÁREA LABORAL

Informe preparado por Rodrigo Palacios

Reglamento sobre Gestión Preventiva de Riesgos Laborales

Parte 1

En esta serie de publicaciones explicaremos las distintas aristas del recientemente publicado Decreto Supremo 44 del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, que “Aprueba el nuevo Reglamento sobre gestión preventiva de los riesgos laborales para un entorno de trabajo seguro y saludable”.

El objetivo de la norma es actualizar, sistematizar y armonizar (ASI), el principal reglamento relativo a la gestión de la prevención de los riesgos laborales en Chile.

Este nuevo reglamento establece:

1. Las obligaciones que la entidad empleadora deberá cumplir para la gestión preventiva de los riesgos profesionales o laborales, y garantizar un entorno de trabajo seguro y saludable, a través de medidas de prevención y protección de la vida y salud de los trabajadores.
2. Normas para la constitución y funcionamiento de los Comités Paritarios de Higiene y Seguridad.
3. Regulaciones especiales para que los organismos administradores de la ley N° 16.744 cumplan con su obligación de realizar actividades permanentes de prevención de riesgos y de otorgar la asistencia técnica necesaria a los empleadores.

Principios del DS 44

1. El compromiso y la participación: Los empleadores deberán comprometerse activamente en la gestión de los riesgos laborales promoviendo la participación permanente de los trabajadores, en la planificación, implementación, evaluación y control de los riesgos.
2. La mejora continua: Optimización permanente los procesos en la prevención.
3. La responsabilidad: De la entidad empleadora (o de la empresa principal, usuaria o de la persona trabajadora independiente) en la gestión de los riesgos laborales.

Obligaciones Generales de todo Empleador

1. La mantención de condiciones y entornos de trabajo seguros y saludables, eliminando o controlando todos aquellos riesgos que puedan afectar la vida y salud de las personas.
2. El cumplimiento de la normativa de prevención de riesgos laborales, debiendo implementar en los lugares de trabajo una matriz de identificación de peligros y evaluación de riesgos y un programa de gestión de riesgos.
3. Permitir el ingreso a los lugares de trabajo a las entidades fiscalizadoras y a los organismos administradores.
4. La realización de acciones permanentes de difusión y promoción de la seguridad y salud en los lugares de trabajo, incluyendo los riesgos asociados a los traslados de las personas trabajadoras.
5. La información, formación y capacitación de las personas trabajadoras en materias de seguridad y salud en el trabajo, considerando los riesgos presentes en el lugar de trabajo y su impacto en la salud.
6. El establecimiento de mecanismos de consulta y diálogo que incentiven la participación de las personas trabajadoras en los temas de seguridad y salud en el trabajo.

7. La adopción de medidas para la constitución y adecuado funcionamiento de los Comités Paritarios, el Delegado de Seguridad y Salud en el Trabajo y el Departamento de Prevención de Riesgos, cuando corresponda.
8. La denuncia de los accidentes del trabajo y las enfermedades profesionales.
9. La implementación de la vigilancia ambiental y de la salud de las personas trabajadoras en el lugar de trabajo.
10. El cumplimiento de las medidas de seguridad y salud prescritas por los organismos administradores de la ley N°16.744, el Comité Paritario, el Departamento de Prevención de Riesgos, y las entidades fiscalizadoras.
11. Mantener o realizar los registros que acrediten cumplimiento de las normas de seguridad y salud en el trabajo de conformidad con la normativa vigente.

Obligaciones Generales de todo Trabajador

1. Cumplir las instrucciones, reglamentos y demás medidas de seguridad y salud establecidas legalmente y colaborar con la entidad empleadora en la gestión de los riesgos laborales.
2. Participar en las actividades preventivas de la entidad empleadora.
3. Observar razonablemente una conducta de cuidado de su propia seguridad y salud en el trabajo.
4. Participar en las elecciones para la constitución del Comité Paritario y en las actividades que este programe. En su caso asistir a las reuniones y cumplir las funciones de integrantes del Comité. Participar en la designación del Delegado de Seguridad y Salud en el Trabajo, cuando corresponda, y ejercer sus funciones si son elegidas.
5. Participar en los programas de capacitación y formación para la prevención de los riesgos laborales que organice la entidad empleadora, el Comité Paritario, el organismo administrador de la ley N° 16.744 o la autoridad competente.
6. Someterse al o los exámenes y evaluaciones médicas que se establezcan en el Reglamento Interno de la entidad empleadora. Estos exámenes deben estar dirigidos a verificar si la persona trabajadora reúne las condiciones físicas o psíquicas necesarias para desarrollar trabajos o faenas calificados como peligrosos, con la finalidad de proteger su vida y salud o la de otras personas trabajadoras, debiéndose resguardar las garantías de intimidad, confidencialidad y no discriminación.

Obligaciones de los Organismos Administradores

1. Otorgar a las entidades empleadoras y a las personas trabajadoras independientes, la asistencia técnica necesaria para la implementación y cumplimiento de las disposiciones contenidas en el reglamento.
2. Aplicar o imponer el cumplimiento de toda la normativa de prevención de riesgos laborales.



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2025
M A Y O

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

A large, stylized green outline of an open book with horizontal lines representing pages and a bookmark at the bottom. The text 'BOOK REVIEW' is overlaid on the left page.

BOOK REVIEW

"LA SINGULARIDAD. INTELIGENCIA ARTIFICIAL: CAUSAS, CONSECUENCIAS Y RETOS DE HABER INVENTADO MÁQUINAS QUE PIENSAN"

ANGEL SOTO

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

BOOK REVIEW

"E stábamos aún adaptándonos a las apps, el blockchain, metaverso y el internet de las cosas (IoT), cuando en un abrir y cerrar de ojos, la Inteligencia Artificial (IA) irrumpió en nuestras vidas. De repente, nos encontramos con una IA capaz de superar el conocimiento humano promedio y generar contenido visual hiperrealista a nivel experto. ¿Qué ocurrió?

Para Carlos Fenollosa, la aparición de ChatGPT en noviembre de 2022 marcó una auténtica revolución histórica, la de la singularidad. Sugiere que podría ser la revolución de mayor importancia para la humanidad "porque tiene el potencial para ser la última" (p. 13). Aunque no sabemos el alcance final, lo que sí es innegable es que estamos frente a un cambio de paradigma sustancial, más potente que cualquier transformación en los mecanismos de producción o tensiones ideológicas del pasado.

Cuando preguntamos a la IA sobre la "singularidad", nos indica que implica un crecimiento tecnológico exponencial con auto-mejora, capaz de generar cambios drásticos no sólo a nivel social, económico o biológico, sino en la percepción misma de nuestra existencia.

La humanidad vive una aceleración histórica sin precedentes: en un nuevo "parpadeo", el mundo podría cambiar drásticamente. Las capacidades de la IA no tienen límites teóricos; hemos superado la pregunta de si es "inteligente" o si "piensa", y su habilidad para predecir con precisión el lenguaje ya insinúa una comprensión profunda del entorno. La siguiente frontera es si podrá emular emociones humanas.

Para el autor, el gran reto es mantener el control de nuestro propio destino. Debemos entender esta nueva era que ya está aquí, anticipar su impacto y, sobre todo, desarrollar estrategias para operar en un futuro donde la inacción o el aislamiento es poco viable (p. 21). En el ámbito empresarial, la IA está en camino de automatizar procesos de forma autónoma. Aunque hoy muchos exigen supervisión humana, se vislumbra un futuro donde la IA será lo suficientemente precisa como para reemplazar tareas y roles completos. ¿Qué nos detendrá entonces de pedirle a la IA que genere U\$1.000.000 creando una empresa de comercio electrónico con solo U\$10.000? Potencialmente, la IA podría encargarse de todo: catálogo de productos, proveedores, inventario, comercio, marketing, gestión financiera, envíos, encuestas de satisfacción, atención de clientes, escalabilidad... etc. ¿Estamos a las puertas de que una IA controle y optimice la cadena de valor completa de una empresa? (p. 158)

"LA SINGULARIDAD. INTELIGENCIA ARTIFICIAL: CAUSAS, CONSECUENCIAS Y RETOS DE HABER INVENTADO MÁQUINAS QUE PIENSAN"

Este libro, más que respuestas, provoca preguntas, lo que confirma nuestra esencial capacidad de cuestionar, especialmente lo complejo. Es notable cómo el autor entrelaza la mirada interdisciplinaria combinando tecnología, biología, historia, filosofía y ética, evidenciando que los retos de la IA son tecnológicos y sociales.

La trascendencia de esta revolución radica en la esencia multidisciplinaria de la IA que no sólo abarca la informática, las matemáticas y la robótica, sino también las ciencias sociales y las humanidades.

Es crucial comprender que la IA no es neutral. Refleja los sesgos de su origen -sus desarrolladores, sus datos y su contexto cultural. Lejos de ser una entidad imparcial, esta "imperfección" la va conectando con la naturaleza humana, compleja y diversa.



Carlos Fenollosa

La singularidad. Inteligencia Artificial: causas, consecuencias y retos de haber inventado máquinas que piensan.

(arpa: Barcelona, 2024).

DIRECTORA

María Cecilia Cifuentes,

Magíster en Economía, Pontificia
Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía,
Pontificia Universidad Católica de Chile

mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Maximiliano Villalobos Andueza

Magíster en Economía Aplicada mención
Macroeconomía, Pontificia Universidad
Católica de Chile.

Ingeniero Comercial mención Economía,
Pontificia Universidad Católica de Chile.

mrvillalobos.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

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

DISCLAIMER

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

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

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

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

CEF ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO
N° 90

2025
M A Y O