

CEF ANÁ LISIS

INFORME
MACROFINANCIERO

N° 98



ECONOMÍA INTERNACIONAL

Petróleo en Venezuela:
Historia del Colapso y Perspectivas a
Futuro



enero 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. La captura de Nicolás Maduro en enero de 2026 marca un punto de inflexión político para Venezuela y desplaza el foco del mercado hacia la viabilidad de una eventual reconstrucción económica. Pese a contar con las mayores reservas probadas de petróleo del mundo, la industria petrolera venezolana enfrenta profundas restricciones estructurales que limitan su capacidad de aumentar la producción en el corto y mediano plazo. En este contexto, la reacción del mercado ha sido cauta, reflejando la elevada incertidumbre institucional y operativa que rodea cualquier proceso de recuperación.

Evidencia histórica y reciente

- La participación de Venezuela en la producción mundial de petróleo cayó desde un promedio de 10,2 % en los años 1965–1969 a cerca de 1 % desde 2018.
- En contraste, desde 2010 el país concentra en promedio 17,7 % de las reservas probadas mundiales de petróleo.
- El colapso productivo responde a la caída de la inversión, el deterioro de la infraestructura y la pérdida de capital humano.
- Las rentas petroleras pasaron de representar 33,6 % del PIB en 1980 a 11,3 % en 2013.
- Entre 2014 y 2019 el PIB real cayó en promedio 15 % anual, con una contracción adicional cercana a 30 % en 2020.

Restricciones y perspectivas

- La recuperación de la producción petrolera requiere una inversión masiva en infraestructura física obsoleta o deteriorada.
- La pérdida de capital humano especializado limita la capacidad operativa del sector incluso con mayores niveles de inversión.
- La estabilidad institucional es condición necesaria para atraer inversión de largo plazo en el sector energético.
- El mercado no anticipa un shock de oferta petrolera venezolana en el corto plazo, como reflejan los precios de futuros y las proyecciones.
- La reconstrucción del sector, de ocurrir, sería un proceso gradual y condicionado a una transición política ordenada y creíble.

Conclusión. La experiencia venezolana ilustra una brecha profunda entre abundancia de recursos naturales y capacidad productiva efectiva. Pese a poseer las mayores reservas de petróleo del mundo, la reactivación del sector enfrenta restricciones físicas, humanas e institucionales significativas. La cautela del mercado refleja que cualquier aumento relevante de la oferta petrolera venezolana es, en el mejor de los casos, un escenario de largo plazo, condicionado a la consolidación de una transición política estable y a la reconstrucción gradual de las capacidades productivas del país.

Petróleo en Venezuela: Historia del Colapso y Perspectivas a Futuro

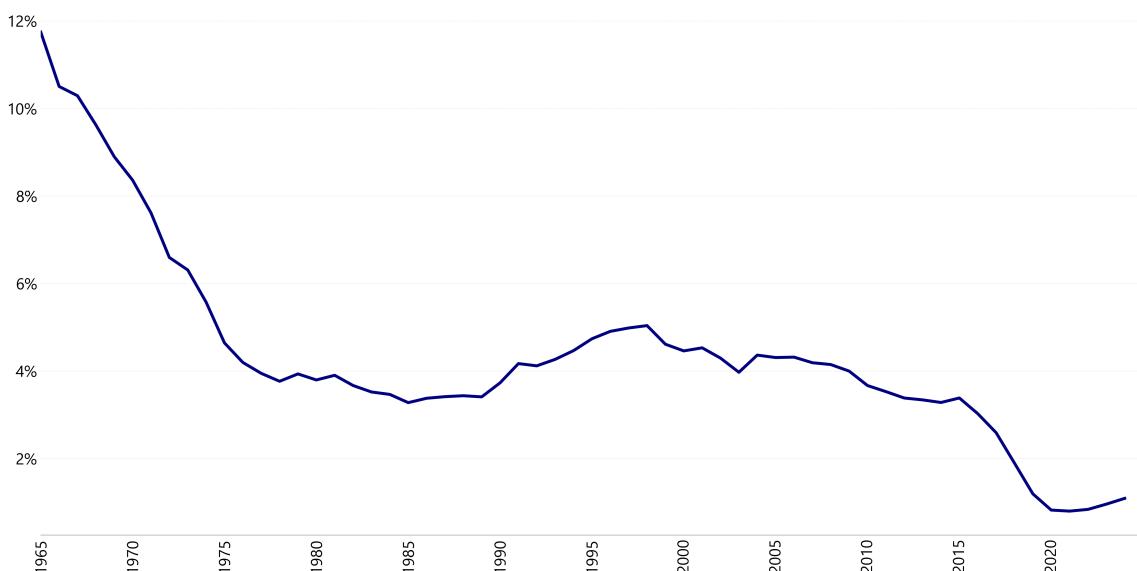
La captura de Nicolás Maduro el 3 de enero de 2026 marca un cambio respecto a la evolución de los acontecimientos de los últimos meses: la atención se desplaza desde la tensión militar acumulada entre Estados Unidos y Venezuela hacia la pregunta de cómo se llevará a cabo, en la práctica, la reconstrucción económica y política del país. Si bien el acontecimiento de la semana pasada confirma plenamente el interés de Estados Unidos por las mayores reservas de petróleo del mundo, la realidad de Venezuela muestra una enorme brecha entre la riqueza petrolera que posee bajo el suelo y su capacidad efectiva para extraerla en la actualidad. En medio de la falta de información y la elevada incertidumbre hacia adelante, el mercado, con la información disponible, reacciona con cautela al respecto.

El petróleo venezolano en perspectiva histórica

Desde tiempos prehispánicos, y posteriormente durante el período del Imperio Español, ya existía conocimiento sobre la presencia de petróleo en el territorio que hoy corresponde a Venezuela –entonces parte del Virreinato de Nueva Granada–. Sin embargo, no fue sino hasta comienzos del siglo XX cuando estos recursos comenzaron a ser explotados de manera sistemática. En sus orígenes, la industria petrolera venezolana se desarrolló bajo un esquema predominantemente privado, basado en un sistema de concesiones. Este modelo se mantuvo durante varias décadas, hasta que, en el contexto de las transformaciones económicas y políticas propias del siglo XX –y particularmente de la experiencia venezolana–, la industria fue finalmente nacionalizada en 1976.

Este cambio institucional tuvo implicancias relevantes para la evolución de la producción petrolera del país. En términos relativos, a partir de la década de 1960 Venezuela comenzó a reducir de manera significativa su participación en la producción mundial de petróleo crudo. Mientras que entre 1965 y 1969 el país representaba en promedio un 10,2 % de la producción global, entre 1970 y 2008 dicha participación se estabilizó en torno al 4,5 %, como se muestra en el Gráfico Nº1. Posteriormente, esta cifra descendió a un promedio de 3,4 % entre 2009 y 2017, para finalmente caer hasta aproximadamente un 1 % a partir de 2018. Esta fuerte contracción coincide con el agravamiento de la crisis social de 2017 y con la acumulación de distorsiones económicas desde la llegada de Nicolás Maduro al poder en 2013, factores que incidieron en el colapso reciente de la producción petrolera venezolana.

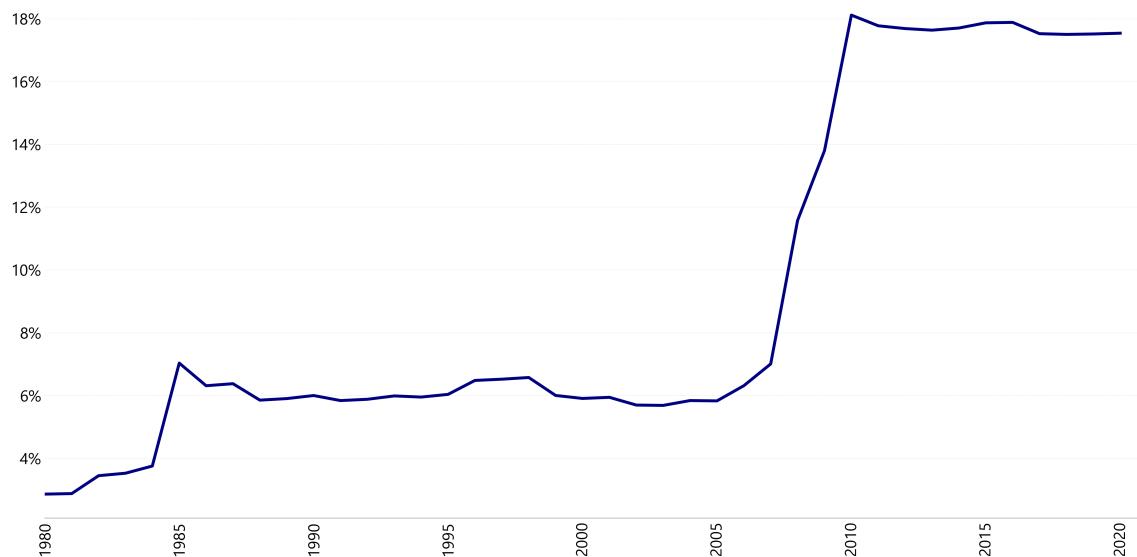
Gráfico N°1: Producción de petróleo venezolano como proporción de total mundial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Statistical Review of World Energy

A diferencia de la fuerte caída observada en la producción petrolera venezolana en las últimas décadas, la evolución de las reservas probadas muestra un patrón claramente distinto. Como se aprecia en el Gráfico N°2, la participación de Venezuela en las reservas probadas mundiales de petróleo aumenta de manera significativa a partir de fines de la década de 2000. En particular, el quiebre más relevante se observa entre 2008 y 2010, período asociado a la nacionalización de la Faja del Orinoco, una zona especialmente rica en petróleo pesado y extrapesado. Como resultado, entre 2010 y 2020 Venezuela concentró en promedio un 17,7 % de las reservas probadas de petróleo a nivel mundial.

Gráfico N°2: Participación de Venezuela en las reservas probadas mundiales de petróleo (% del total mundial)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Statistical Review of World Energy

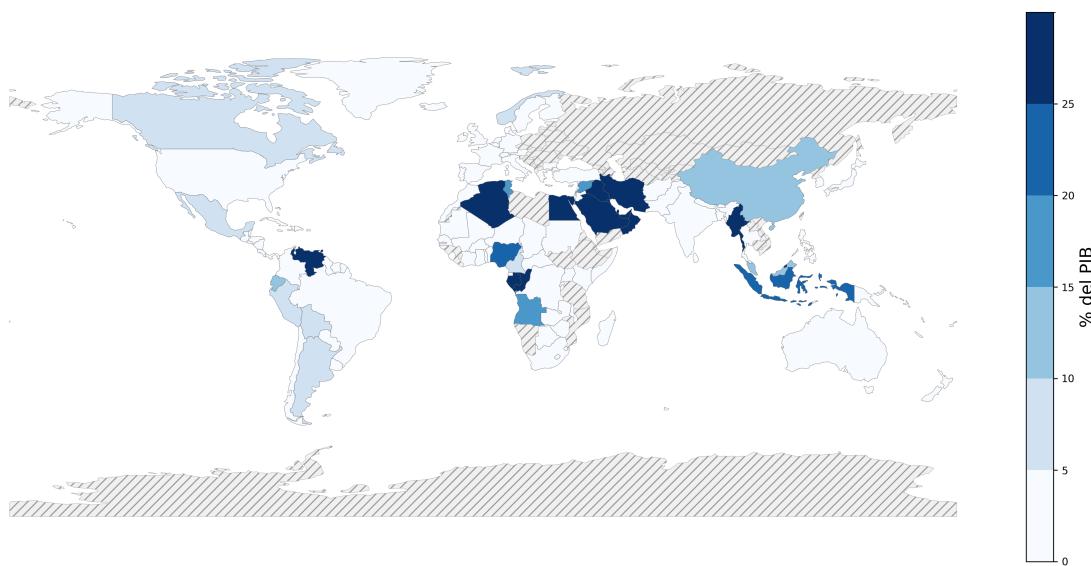
Este comportamiento contrasta con la evolución de la producción, que ha seguido una trayectoria a la baja en el mismo período. La relación inversa entre reservas y producción no responde a una decisión deliberada de reducir la extracción, sino a limitaciones estructurales de la industria petrolera venezolana que por lo mismo se encuentra muy limitada. Entre ellas destacan la caída sostenida de la inversión, el deterioro de la infraestructura productiva y la pérdida de capacidades técnicas, fenómeno que se vio posteriormente agravado por la salida de capital humano calificado hacia otros países de la región. En este contexto, el colapso reciente de la producción petrolera no refleja una falta de recursos naturales, sino la incapacidad del sector para transformar el aumento de reservas en mayores niveles de producción efectiva dada la falta (o probablemente inexistencia) tanto de capital físico como capital humano.

El Gráfico N°3 muestra la evolución de las rentas petroleras¹ como porcentaje del PIB para distintos países del mundo en los años 1980, 2000 y 2019, respectivamente. En el caso de Venezuela, el peso del sector petrolero en la economía alcanza su nivel más alto en 1980, pocos años después de la nacionalización de la industria en 1976. En ese año, las rentas petroleras representaban un 33,6 % del PIB, reflejando la fuerte dependencia de la economía venezolana respecto del petróleo como principal fuente de ingresos.

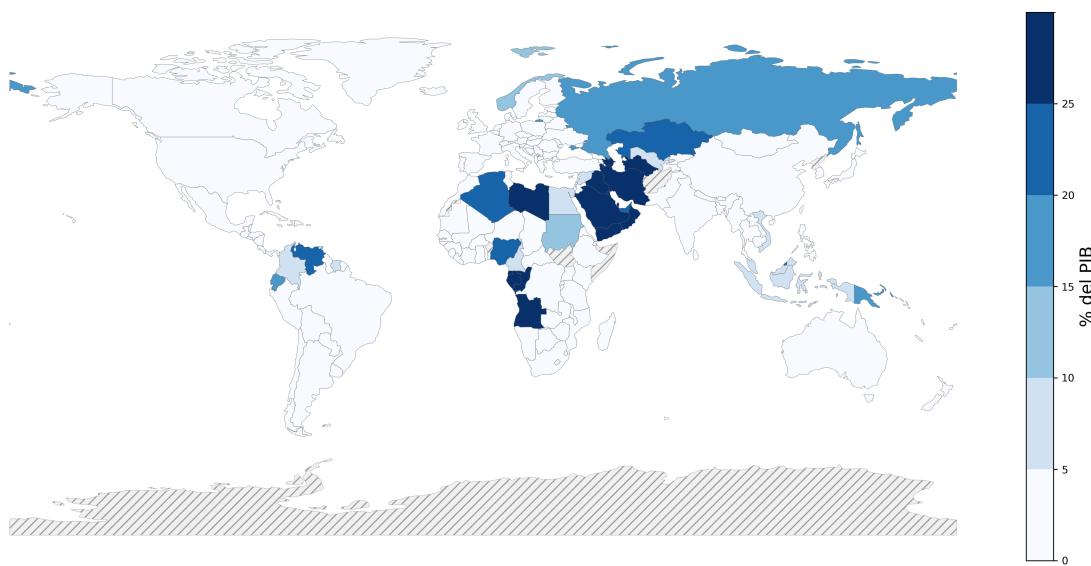
¹Las rentas del petróleo corresponden a la diferencia entre el valor de la producción de petróleo crudo, valorada a precios regionales, y los costos totales de producción. Estas rentas se estiman calculando la diferencia entre el precio del petróleo y el costo promedio de extracción por unidad, la cual se multiplica por la cantidad física extraída para obtener el valor total de las rentas. Finalmente, este valor se expresa como porcentaje del PIB.

Gráfico N°3: Rentas petroleras como porcentaje del PIB a nivel mundial (1980, 2000 y 2019)

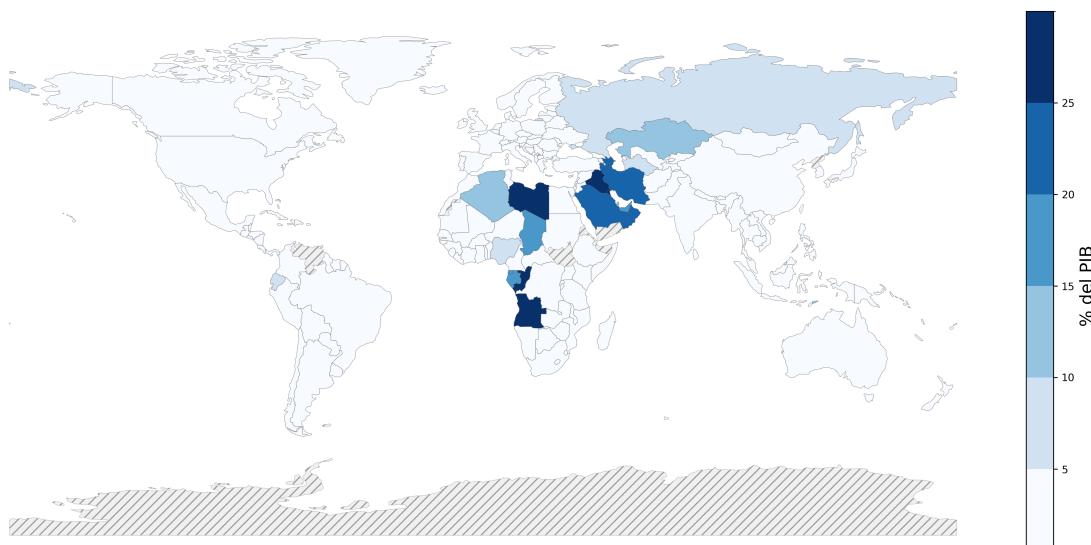
(a) 1980



(b) 2000



(c) 2019



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

A partir de ese máximo, la importancia relativa del petróleo en la economía venezolana comienza a reducirse de forma persistente. Para el año 2000, las rentas petroleras habían caído a alrededor de un 20 % del PIB, y el último dato disponible —correspondiente a 2013, año en que fallece Hugo Chávez y asume Nicolás Maduro— muestra una nueva caída hasta un 11,3 % del PIB. Desde ese momento, la información macroeconómica oficial para Venezuela se vuelve escasa y de alcance limitado, como consecuencia del profundo desorden económico, social, político e institucional que ha atravesado el país. En este contexto, la mayor parte de los datos disponibles proviene de estimaciones generales elaboradas por organismos multilaterales, en particular el Fondo Monetario Internacional.

Estas estimaciones del FMI permiten dimensionar la magnitud del colapso económico posterior. Entre 2014 y 2019, el PIB real de Venezuela cayó en promedio un 15 % anual. En 2020, la economía sufrió una caída adicional cercana al 30 %. Si bien entre 2021 y 2024 se observa un crecimiento promedio de 4,6 %, este desempeño debe interpretarse con cautela, ya que se produce sobre una base extremadamente baja: tras una contracción tan profunda, incluso niveles reducidos de actividad pueden traducirse en tasas de crecimiento positivas y altas. De acuerdo con el World Economic Outlook del FMI (diciembre de 2025), se proyecta para Venezuela un crecimiento de solo 0,5 % en 2025 y una contracción de -3 % en 2026, lo que sugiere una recuperación débil e inestable.

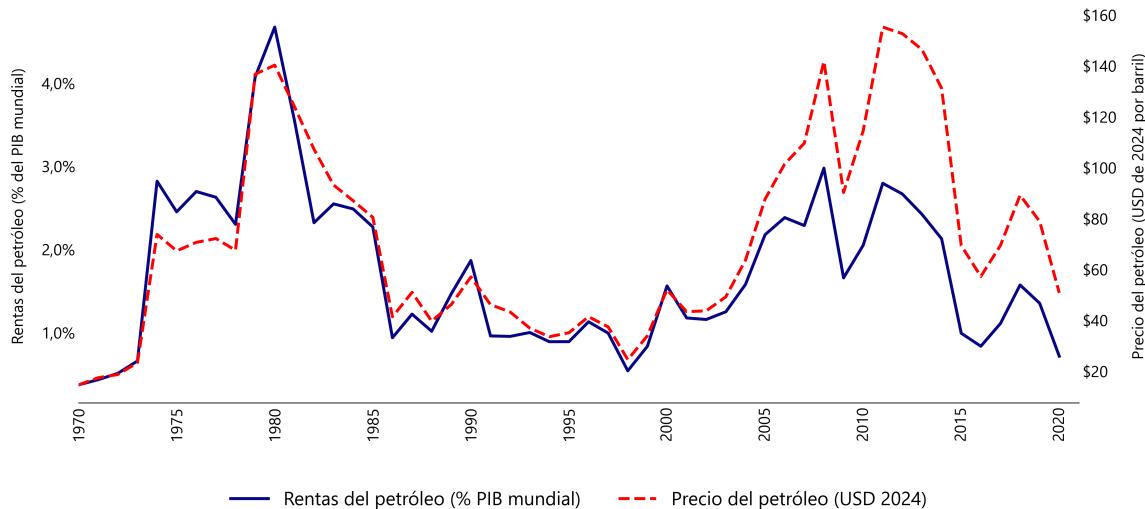
Los mapas también muestran que la pérdida de peso relativo de Venezuela ocurre en un contexto de cambios importantes en la estructura de la producción petrolera mundial. Desde la década de 1980 se observa la irrupción de nuevos productores relevantes, especialmente en África, donde países como Angola, Nigeria, Gabón y la República del Congo aumentan de manera significativa la importancia del petróleo en sus economías. De forma similar, en Asia destacan casos como Kazajistán y Rusia, que ganan protagonismo a partir de la explotación de nuevos yacimientos, particularmente tras la desintegración de la Unión Soviética. En menor medida, también se observan incrementos en algunos países del Medio Oriente y del Sudeste Asiático.

En este contexto, la caída de la producción petrolera venezolana responde tanto a factores internos como externos. Por un lado, la falta de inversión, el deterioro de la infraestructura productiva y la pérdida de capital humano limitaron fuertemente la capacidad de producción. Por otro lado, la entrada de nuevos productores y el aumento de la competencia internacional redujeron el peso relativo de Venezuela dentro del mercado petrolero global. La combinación de ambos elementos ayuda a explicar por qué, pese a contar con enormes reservas de petróleo, Venezuela ha experimentado una caída sostenida en la producción y en la relevancia económica de su sector petrolero.

A su vez, el Gráfico N°4 muestra la evolución de las rentas del petróleo como porcentaje del PIB mundial y el precio internacional del petróleo, medido en dólares constantes de 2024. Ambas series presentan una alta correlación a lo largo del tiempo, lo que sugiere que las fluctuaciones de las rentas petroleras globales se mueven estrechamente con los ciclos de precios del crudo. En particular, los máximos en las rentas petroleras coinciden o correlacionan con episodios de precios elevados, como a comienzos de la década de 1980 y durante el superciclo de commodities de mediados de los años 2000, mientras que las caídas se observan en períodos de precios más

bajos.

Gráfico N°4: Rentas del petróleo como porcentaje del PIB mundial y precio internacional del petróleo (USD 2024)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y Statistical Review of World Energy

Este patrón permite poner en perspectiva el caso venezolano. La pérdida de peso de Venezuela dentro del mercado petrolero mundial no ocurre en un contexto de debilitamiento general del sector, sino en un entorno en el que el petróleo sigue siendo relevante como se ve en los aumentos de precios post crisis financiera de 2008, periodo en que la producción venezolana empieza a caer. La evidencia sugiere que la caída de la producción y de las rentas petroleras venezolanas responde a una combinación de factores externos e internos. Por un lado, una mayor competencia a nivel global, asociada a la entrada de nuevos productores y a la expansión de la oferta en distintas regiones del mundo. Por otro, un conjunto de decisiones internas que afectaron negativamente la inversión, la gestión y la capacidad operativa del sector. La interacción de ambos elementos ayuda a explicar por qué Venezuela no logró aprovechar períodos de precios altos, a diferencia de otros países productores.

Instituciones y transición política

La eventual recuperación económica de Venezuela, y en particular la reactivación de su sector petrolero, depende de manera crítica de factores institucionales y políticos que trascienden el cambio puntual de autoridades. En este sentido, la captura de Nicolás Maduro por parte de Estados Unidos constituye una condición necesaria para modificar el escenario económico del país, pero en ningún caso suficiente para garantizar una recuperación sostenida. La experiencia internacional muestra que los procesos de reconstrucción económica exitosos descansan, ante todo, en transiciones políticas ordenadas y en la consolidación posterior de estabilidad institucional.

Un ejemplo ilustrativo es el caso de Chile tras el retorno a la democracia. El gobierno de Patricio Aylwin (1990-1994) fue concebido explícitamente como un período de transición, con una

duración acotada de cuatro años y un énfasis central en asegurar la estabilidad política y el respeto a las reglas del juego. Lo crucial, sin embargo, fue que los gobiernos posteriores —Eduardo Frei Ruiz-Tagle y Ricardo Lagos, ambos con mandatos de seis años— no solo mantuvieron dichas reglas, sino que las profundizaron y fortalecieron. Esta continuidad institucional permitió consolidar la confianza, atraer inversión de largo plazo y sentar las bases para un período prolongado de crecimiento económico.

Un segundo caso relevante es el de Alemania Occidental tras la Segunda Guerra Mundial. Además de la destrucción material, el colapso institucional completo y la gran pérdida de vidas humanas, el país enfrentaba el desafío de revertir una cultura social, institucional y organizacional moldeada por más de una década de régimen nazi desde 1933. El proceso de reconstrucción incluyó un esfuerzo sistemático de desnazificación. Este proceso no fue inmediato ni exento de dificultades, pero permitió sentar las bases para un marco institucional coherente, predecible y ampliamente aceptado, condición fundamental para la posterior recuperación económica de Alemania Occidental, que ya en 1960 era la tercera economía mundial².

Estos episodios contrastan con experiencias históricas en las que la ausencia de acuerdos básicos sobre el orden institucional derivó en prolongados períodos de inestabilidad. En América Latina, tras los procesos de independencia, la mayoría de los países enfrentaron décadas de bajo crecimiento y fragilidad política debido a disputas —llegando a guerras civiles en muchos casos— persistentes entre las clases dirigentes respecto del sistema político y económico a imponer. En el caso chileno, el período de ensayos constitucionales del siglo XIX ilustra cómo la falta de consenso institucional retrasó la consolidación de un marco estable, con costos económicos relevantes, dentro de ellos el cese de pagos de las deudas adquiridas durante el proceso de independencia.

Desde una perspectiva económica, estos ejemplos muestran que la estabilidad institucional no solo se refiere a reglas formales, sino también a prácticas, incentivos y la cultura que se desarrolla a lo largo del tiempo. En el caso venezolano, casi dos décadas del sistema político imperante han permeado el funcionamiento del Estado, las empresas públicas y la relación entre el sector político y público con el privado. Independientemente del desenlace político inmediato, estos elementos tienden a persistir y no se modifican de forma automática, lo que refuerza la naturaleza gradual y de largo plazo de cualquier proceso de recuperación.

En este contexto, el vacío de poder dejado por la salida de Maduro representa un riesgo adicional. En ausencia de un proceso de transición ordenado y ampliamente legitimado, Venezuela enfrenta la posibilidad de una pugna interna dentro de su clase dirigente por definir el nuevo orden institucional. De materializarse dicho escenario, la incertidumbre resultante podría perpetuar un equilibrio de bajo crecimiento y alta fragilidad, limitando tanto la recuperación económica interna como el potencial rol del país en el mercado energético mundial.

²Este proceso también fue apoyado por el Plan Marshall de Estados Unidos, que destinó importantes recursos financieros a Europa Occidental durante los primeros años de la Guerra Fría (si bien existe debate sobre cuán importante fue este programa para la recuperación europea, lo cierto es que los recursos fueron efectivamente enviados). Alemania Occidental fue uno de los países que más ayuda recibió, ubicándose en el tercer lugar, después del Reino Unido y Francia.

Perspectivas en el corto y mediano plazo

Dado lo señalado anteriormente, el análisis de las expectativas de mercado confirma que, pese al cambio de escenario político, el mercado mantiene una postura de cautela respecto a la capacidad de Venezuela de reactivar su industria petrolera en el corto plazo. Como se observa en el Gráfico N°5, la reacción inmediata en los precios de los futuros de petróleo (Brent y WTI) no muestra un desplome o caída abrupta que acompañaría a la anticipación de un shock de oferta; por el contrario, los precios se han mantenido relativamente estables —con un alza post captura de Maduro, una caída posterior y una nueva subida luego de eso— dentro del umbral que traían al menos desde mediados de diciembre de 2025.

Gráfico N°5: Evolución del Precio (USD) de Futuros de Petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Tabla N°1: Proyecciones Anuales para el Crudo de Petróleo (2026-2030)

Consenso	2026		2027		2028		2029		2030	
	Brent	WTI								
Mediana	60,5	58,1	64,0	60,3	69,2	63,5	69,5	64,5	67,5	65,0
Promedio	60,8	57,9	64,4	60,5	69,4	64,8	71,2	64,7	67,5	65,0
Máximo	67,0	65,0	70,0	68,0	80,3	73,8	82,5	76,0	67,5	65,0
Mínimo	55,0	51,4	57,0	53,0	60,0	57,9	60,0	55,5	67,5	65,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Esto se ve reforzado por las proyecciones de mediano plazo presentadas en la Tabla N°1. El consenso de mercado no anticipa una inundación de petróleo venezolano —que haría bajar los precios de este— en los próximos años; de hecho, se proyecta un incremento gradual en el precio del Brent hacia 2029, con una leve baja en 2030, fenómeno similar que enfrentaría el WTI. Esto sugiere que el mercado ha internalizado que la recuperación de la oferta venezolana no será

un evento relativamente rápido, sino más bien un proceso de largo plazo, de varios años, y que depende íntegramente de una serie de factores que deben funcionar al mismo tiempo. Es decir, la ausencia de un *shock* de oferta en las proyecciones responde a las barreras estructurales ya señaladas anteriormente que impiden una reactivación rápida, incluso en un escenario político ideal en el corto plazo:

- 1. Deterioro de la Infraestructura Física:** la industria petrolera venezolana sufre de años de desinversión y falta de mantenimiento. Reactivar yacimientos que se encuentran semi-abandonados o con tecnología obsoleta requiere de una inyección masiva de capital que tomará años en materializarse y ejecutarse.
- 2. Déficit de Capital Humano:** a la falta de infraestructura adecuada se suma la pérdida de capacidades técnicas provocada por la salida masiva de personal calificado. Para retomar los niveles de producción históricos, no basta solamente con aumentar fuertemente la inversión en capital físico; es a su vez necesario el capital humano para manejar aquel capital físico. Traer a los especialistas y posteriormente formar una nueva generación de técnicos añade una capa adicional de dificultad al proceso de recuperar la industria petrolera venezolana.
- 3. Incertidumbre Institucional:** finalmente, la inversión de largo plazo necesaria para reconstruir y sostener en el tiempo la producción del sector existirá solamente si se genera una estabilidad institucional creíble, similar a los procesos de transición observados en casos como el de Chile o Alemania. Sin garantías de un ordenamiento político duradero que mitigue –o elimine— sustancialmente el riesgo de expropiación o inestabilidad regulatoria, en otras palabras, el respeto a las “reglas del juego”, será difícil atraer y sostener inversión en el mediano y largo plazo, por más rentable que sea.

Dado lo anterior, la cautela del mercado parece estar justificada. Si bien Venezuela posee las mayores reservas de petróleo probadas del mundo, la transformación de ese potencial en producción efectiva enfrenta restricciones físicas, humanas e institucionales muy importantes. En consecuencia, un aumento significativo de la oferta venezolana que impacte los precios globales es, en el mejor de los casos, una posibilidad de largo plazo, condicionada al éxito de una transición democrática estable y con garantías de que se sostendrá en el tiempo, de otro modo, cualquier esfuerzo para levantar la industria petrolera venezolana (o cualquier otra industria) será opacada por nuevas crisis políticas y sociales.

ECONOMÍA NACIONAL

BCA, litio y sostenibilidad fiscal

enero 2026



Resumen ejecutivo

Contexto. La sostenibilidad de las finanzas públicas ha vuelto al centro del debate económico, en un escenario caracterizado por déficits fiscales persistentes, mayores niveles de deuda pública y un entorno externo más incierto. En este contexto, el marco fiscal chileno basado en la regla de Balance Cínicamente Ajustado (BCA) ha sido clave para separar ingresos permanentes de aquellos de carácter transitorio, particularmente en economías expuestas a recursos naturales. La creciente relevancia fiscal del litio plantea nuevos desafíos para la consistencia y credibilidad de esta regla.

Funcionamiento del BCA y evidencia fiscal

- La regla de BCA ajusta los ingresos fiscales por el ciclo del PIB no minero y por el precio del cobre respecto de un valor de referencia.
- Durante el superciclo del cobre (2004–2008), los ingresos extraordinarios fueron mayoritariamente ahorrados.
- La creación del FEES en 2007 permitió materializar institucionalmente el ahorro fiscal generado por la regla.
- El FEES fue utilizado de manera contracíclica en 2009 y durante la pandemia de 2020–2021.
- Desde 2013, los balances efectivos y estructurales han sido persistentemente deficitarios, limitando la recomposición del ahorro fiscal.

Litio y desafíos para la regla fiscal

- Los ingresos fiscales asociados al litio no forman parte del ajuste cílico del BCA.
- El precio internacional del litio ha mostrado alta volatilidad, similar a otros commodities.
- Los ingresos por litio aumentaron desde 0,08 % del PIB en 2021 a 1,24 % del PIB en 2022.
- El CFA y la DIPRES han advertido sobre el carácter potencialmente transitorio de estos ingresos.
- Se ha propuesto un ajuste prudencial para aislar la fracción transitoria de la renta del litio.

Conclusión. La creciente importancia fiscal del litio introduce un desafío relevante para el marco fiscal chileno. En ausencia de un ajuste cílico explícito, los ingresos provenientes de este mineral pueden amplificar déficits estructurales y comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas. Incorporar un tratamiento prudencial del litio dentro de la lógica de la regla de BCA aparece como una condición necesaria para preservar la credibilidad fiscal, evitar el financiamiento de gasto permanente con ingresos transitorios y reforzar la capacidad del Estado para enfrentar futuros shocks adversos.

BCA, litio y sostenibilidad fiscal

La discusión sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas ha vuelto a ocupar un lugar central en el debate económico, en un contexto marcado por déficits fiscales persistentes, mayores niveles de deuda pública y un entorno externo más incierto. En este escenario, contar con un marco fiscal creíble y consistente resulta clave para orientar las decisiones de gasto y reforzar la estabilidad macroeconómica. La experiencia de Chile es un caso particularmente interesante dada la existencia de una regla fiscal orientada a suavizar el ciclo económico y a separar los ingresos permanentes de aquellos de carácter transitorio, en un contexto donde nuevas fuentes de ingresos vinculadas a recursos naturales, como el litio, han comenzado a adquirir mayor relevancia fiscal.

La Regla de Balance Cíclicamente Ajustado

La política fiscal en Chile se rige desde 2001 por una regla de Balance Cíclicamente Ajustado (BCA), cuyo objetivo es separar los ingresos fiscales permanentes de aquellos que dependen del ciclo económico, para así determinar un nivel de gasto público sostenible en el tiempo.

En términos simples, la regla ajusta los ingresos efectivos del gobierno central por el ciclo económico, corrigiendo principalmente por:

- (i) las fluctuaciones del PIB no minero respecto de su nivel tendencial, y
- (ii) las variaciones del precio del cobre respecto de un precio de referencia de largo plazo, estimado por comités de expertos independientes.

Una vez realizados estos ajustes, el BCA corresponde al balance fiscal que habría tenido el gobierno si la economía estuviera en su nivel tendencial y el precio del cobre en su valor de referencia. Sobre esta base, se fija la meta fiscal y se autoriza un gasto público de acuerdo con esos ingresos ajustados por el ciclo, evitando así que ingresos transitorios —como los derivados de booms del cobre— financien gasto permanente.

Desde el punto de vista institucional, la regla permite que el gasto fiscal opere de manera acíclica¹. Es decir, permite que el gasto fiscal opera como si la economía estuviera en los fundamentos de largo plazo, tanto para el PIB como para el precio del cobre.

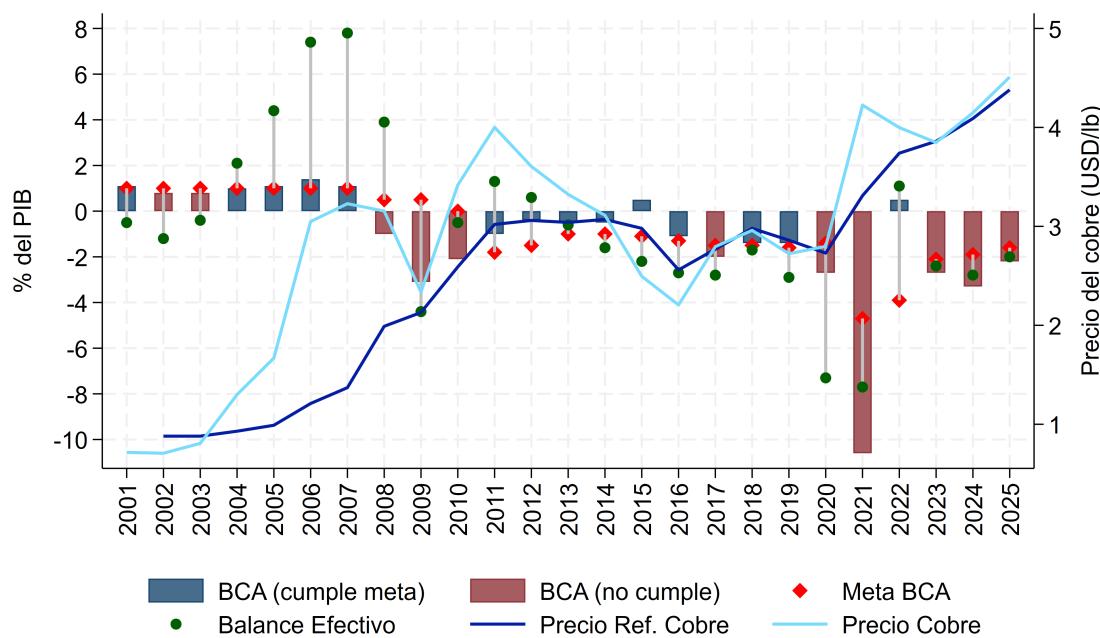
Actualmente, la metodología oficial del BCA corrige explícitamente solo por el ciclo del producto no minero y por el precio del cobre, mientras que otros ingresos potencialmente transitorios —como los asociados al litio— no forman parte de la regla del BCA.

¹Esto es señalado explícitamente en el informe que resultó de la Comisión Corbo.

Los Resultados Fiscales a partir de la Regla de BCA y lecciones a futuro

El Gráfico N°1 permite evaluar de manera conjunta la evolución del balance efectivo, el BCA y el precio del cobre –tanto efectivo como de referencia²–, entregando una lectura más amplia sobre el funcionamiento de la regla fiscal chilena y su capacidad para aislar los ingresos cíclicos provenientes del cobre.

Gráfico N°1: Balance Cíclicamente Ajustado, Efectivo y Precio del Cobre (2001-2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES y BCCH

En primer lugar, durante el período 2004–2008, se observa que el precio efectivo del cobre se ubicó persistentemente por sobre su precio de referencia. En esos años, el balance efectivo registra superávits elevados asociados a los ingresos extraordinarios dado los nuevos precios del cobre, mientras que el BCA se mantiene positivo y cumpliendo la meta establecida previamente³. Este patrón es consistente con el diseño de la regla de BCA, en la medida que los ingresos extraordinarios asociados al boom del cobre fueron mayoritariamente ahorrados y no destinados a financiar gasto permanente.

En 2009, se observa una ruptura de este comportamiento, con un deterioro significativo tanto del balance efectivo como del BCA. Esto respondió al fuerte aumento del gasto público implementado como política contracíclica frente a la Crisis Subprime. Desde el punto de vista macroeconómico y de política social, esto es consistente con la teoría económica al hacer uso de los ahorros obtenidos en los años previos, dados los ingresos extraordinarios que percibió el fisco

²El precio de referencia del cobre se obtiene a través de las proyecciones de un comité de expertos independiente. Cada experto proyecta el precio del cobre en los siguientes diez años y se promedia a nivel individual esos precios. Luego, el precio de referencia usado en el año corresponde al promedio de esos promedios individuales, omitiendo tanto el valor mínimo como el máximo de estos promedios individuales.

³Meta correspondiente a la señalada en el Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre del año previo.

chileno. Un comportamiento similar se observa en 2010, año en que el terremoto impulsó un nuevo gasto fiscal extraordinario.

Posteriormente, entre 2011 y 2012, el Gráfico N°1 vuelve a mostrar un escenario en el cual el precio efectivo del cobre supera al precio de referencia, acompañado de un balance efectivo positivo y un BCA que cumple la meta fiscal. Esto sugiere que, en esos años, el mecanismo de ahorro del ingreso cíclico volvió a operar de manera relativamente consistente con la lógica de la regla.

Como consecuencia de los elevados superávits fiscales efectivos observados desde 2004, asociados al superciclo del cobre ilustrado en el Gráfico N°1, en marzo de 2007 se crea el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que reemplazó al anterior Fondo de Estabilización del Precio del Cobre (de 1985), cuya evolución se muestra en el Gráfico N°2. La creación de este fondo respondió a la necesidad de dotar al marco fiscal chileno de un instrumento institucional que permitiera capitalizar los ahorros generados por ingresos transitorios, evitando su utilización en gasto permanente y fortaleciendo la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Gráfico N°2: Evolución del saldo del Fondo de Estabilización Económica y Social (millones de USD)



Fuente: BCCH

En este sentido, el FEES puede interpretarse como una extensión operativa de la regla de BCA, en la medida que traduce el ahorro implícito del BCA —derivado de precios del cobre por sobre su nivel de referencia, además del resto de ajustes cíclicos— en activos financieros concretos del Estado. Así, mientras la regla de BCA fija una regla para el gasto público, el FEES cumple el rol complementario de administrar los recursos ahorrados gracias a la regla en períodos de bonanza, reforzando la naturaleza contracíclica que debiera tener el gasto fiscal.

La evolución del FEES presentada en el Gráfico N°2 confirma este rol. Tras su creación, el fondo experimenta un rápido aumento en el saldo, coherente con los superávits fiscales efectivos

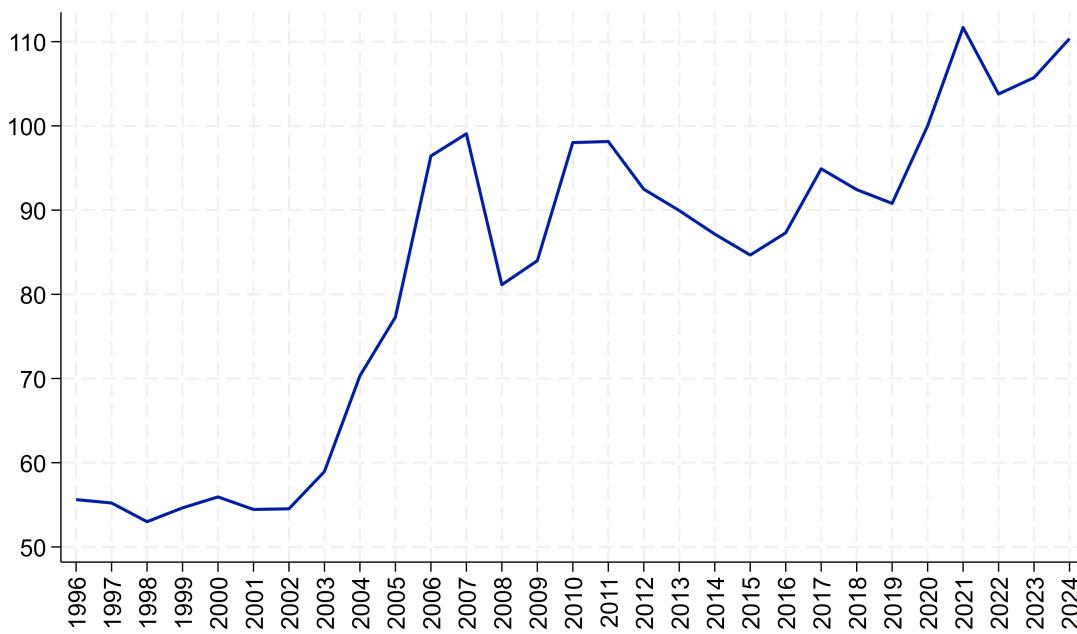
observados entre 2004 y 2008. A su vez, el Gráfico N°2 muestra que el FEES fue utilizado de manera claramente contracíclica durante episodios de crisis económica. La primera caída en el saldo del fondo se observa en 2009, coincidiendo con el impacto de la crisis financiera internacional sobre la economía chilena. En ese contexto, los recursos acumulados durante el Superciclo del Cobre permitieron financiar una expansión fiscal sustantiva sin recurrir a un aumento abrupto del endeudamiento público. Un patrón similar se observa durante 2020–2021, cuando el FEES vuelve a ser utilizado para enfrentar el shock fiscal asociado a la pandemia, cumpliendo nuevamente su función de estabilización macroeconómica al suavizar la caída del producto de la economía chilena.

La evolución más reciente del FEES muestra un cambio en esta dinámica. Tal como se observa al final del Gráfico N°2, los retiros efectuados en 2024 —incluyendo US\$607 millones en enero, US\$800 millones en junio y US\$1.000 millones en octubre— no se asocian a una crisis macroeconómica de magnitud comparable a los episodios anteriores, sino que ocurren en un contexto de balances efectivos y cíclicamente ajustados persistentemente deficitarios, como se aprecia en el Gráfico N°1.

Ahora bien, los déficits fiscales y el incumplimiento de las metas fiscales se han convertido en un fenómeno recurrente en la economía chilena desde 2013, siendo 2012 el último año en que se registró un superávit fiscal efectivo, con la excepción puntual de 2022. Esta trayectoria se refleja de manera consistente en la evolución del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que muestra una senda prácticamente plana durante gran parte de la década de 2010, seguida de una tendencia descendente a partir de 2020.

A su vez, los datos muestran que, en el período más reciente, la política fiscal ha operado en un contexto de balances efectivos y cíclicamente ajustados persistentemente deficitarios, lo que ha limitado la capacidad de recomposición del ahorro fiscal —el cual ha disminuido de manera constante— y ha reducido los márgenes de maniobra para enfrentar eventuales shocks adversos. Este patrón se presenta incluso en un escenario de precios del cobre elevados, al menos desde 2022, como se observa en el Gráfico N°1, y de términos de intercambio favorables, reflejados en el Gráfico N°3. Esto refuerza que los déficits recientes no responden a un deterioro del entorno externo, sino a una dinámica fiscal interna desacoplada del ciclo favorable, propiciada a su vez por un problema estructural de la economía chilena que es la falta de dinamismo y productividad que trasciende gobiernos.

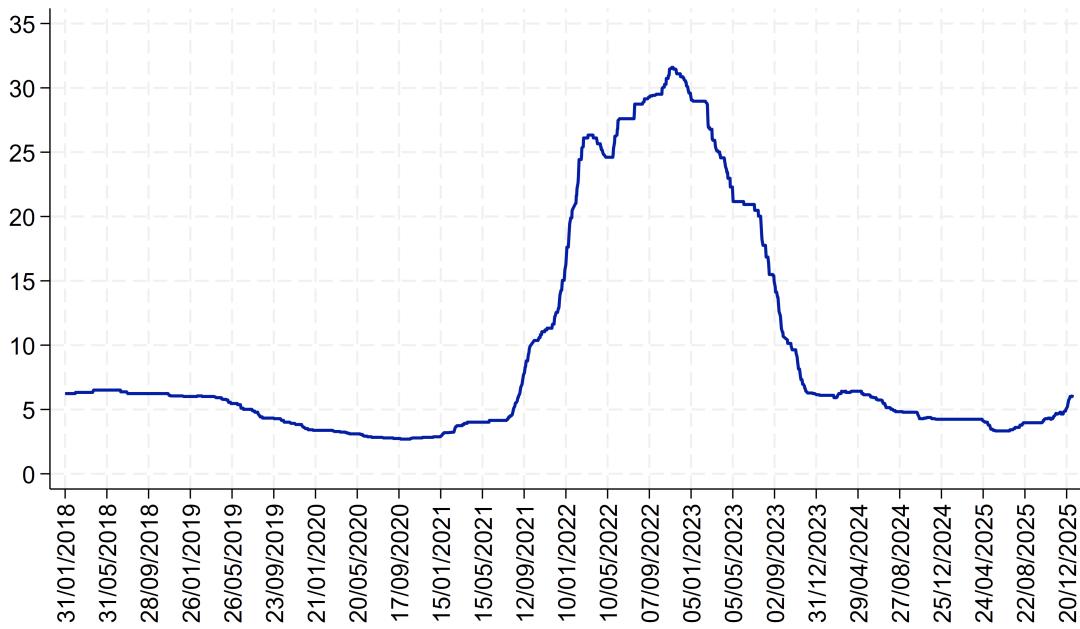
Gráfico N°3: Evolución de los Términos de Intercambio para Chile (2020 = 100)



Fuente: OECD

En este contexto, adquiere relevancia el análisis del litio como una fuente creciente de ingresos fiscales potenciales. Tal como se muestra en el Gráfico N°4, el precio internacional del litio ha exhibido una volatilidad considerable en los últimos años, con un aumento significativo durante 2021–2022 y una caída posterior igualmente marcada. Esto contrasta con el tratamiento fiscal del cobre, cuyos ingresos cuentan con un ajuste cíclico explícito dentro de la regla del BCA.

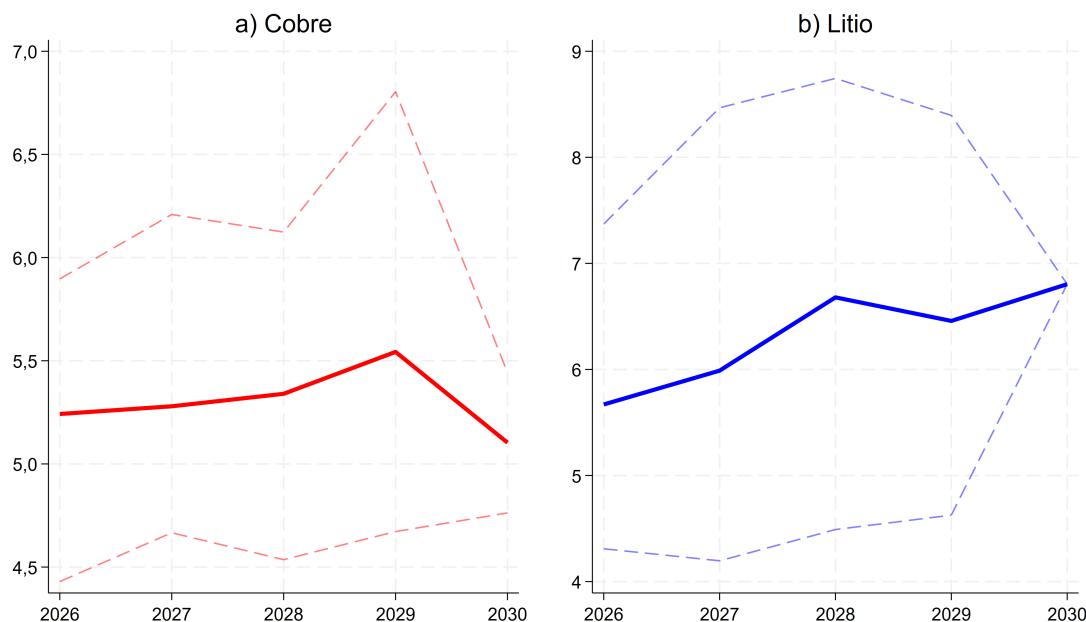
Gráfico N°4: Evolución del Precio Internacional del Litio (USD/lb)



Fuente: BCCH

Por otro lado, el Gráfico N°5 presenta proyecciones de precios internacionales del cobre y del litio para el período 2026–2030. Estas proyecciones sugieren trayectorias similares al alza hasta 2029, aunque con un crecimiento más moderado en el precio del cobre que caería en 2030. Estas proyecciones⁴, muestran que el litio tendrá alta demanda en los próximos cinco años, influenciada por la demanda del mineral en la transición energética derivada del cambio climático. Por otro lado, el cobre seguirá siendo fundamental en esa misma transición, además del uso de este mismo en productos tecnológicos como microchips y en la industria inmobiliaria. Sin embargo, estas proyecciones al alza no eliminan en lo absoluto el carácter transitorio de ingresos provenientes de estos minerales, dada su alta incertidumbre y dependencia de supuestos de mercado.

Gráfico N°5: Proyecciones para el Precio Internacional del Cobre y Litio (USD/lb)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Desde el punto de vista fiscal, el aspecto central es que los ingresos provenientes del litio no forman parte actualmente del ajuste cíclico del BCA, lo que implica que su eventual expansión puede traducirse directamente en mayores ingresos efectivos, sin un mecanismo institucional que distinga entre componentes transitorios y permanentes. En la medida que el litio adquiera un mayor peso relativo en los ingresos fiscales, esta ausencia de ajuste podría ampliar el espacio para déficits estructurales persistentes, aún en escenarios de precios favorables para el cobre.

Este diagnóstico ha sido reconocido en documentos oficiales recientes. En 2022, el Consejo Fiscal Autónomo (CFA) advirtió que el aumento de los ingresos fiscales asociados al litio podría tener un componente transitorio relevante que la metodología vigente del BCA no tiene incorporado. En ese informe, el CFA menciona que la regla fiscal chilena ya se ha adaptado en el pasado para incorporar ingresos cíclicos no previstos originalmente, como ocurrió con los ingresos por molibdeno de Codelco entre 2005 y 2015, los que alcanzaron hasta 8,1 % de los ingresos fiscas-

⁴Con sus respectivos máximos y mínimos en las líneas punteadas.

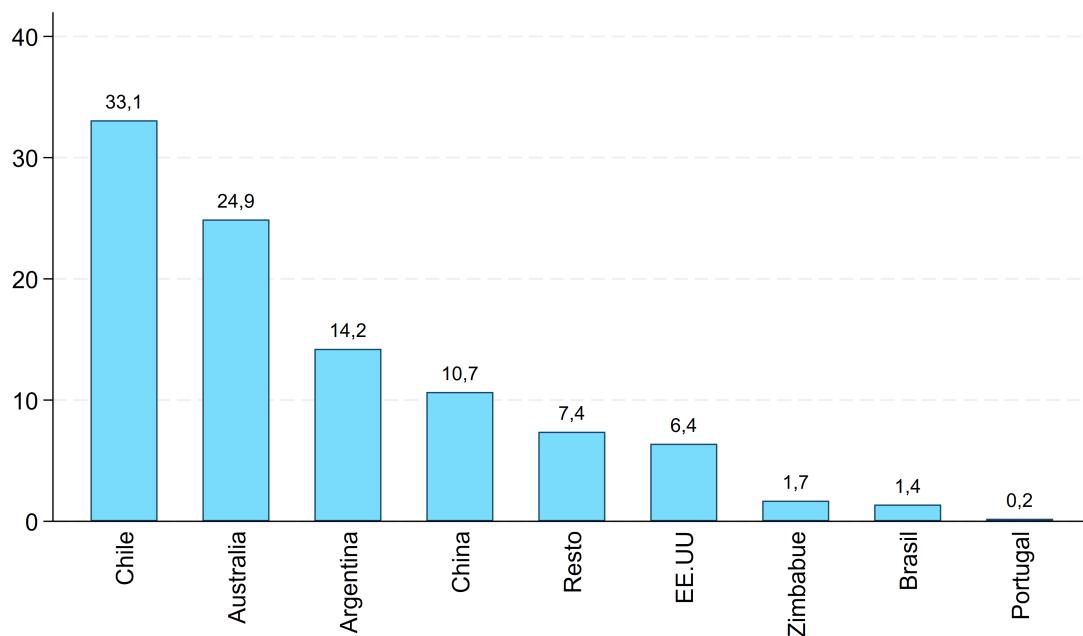
les y motivaron la introducción de un ajuste cíclico pertinente. Este antecedente constituye un precedente institucional directo para considerar un tratamiento análogo en el caso del litio.

El tema anterior es desarrollado de manera explícita en un informe del año 2023 de la Dirección de Presupuestos, el cual advierte que la metodología vigente del BCA solo ajusta por el ciclo del producto no minero y por el precio del cobre, dejando fuera otros ingresos potencialmente transitorios, como aquellos provenientes del litio. Según dicho documento, esta limitación metodológica puede constituir un riesgo para la sostenibilidad fiscal, en la medida que permite comprometer gasto permanente a partir de ingresos fiscales cíclicos o transitorios que no son corregidos por la regla fiscal.

De acuerdo con el informe, los pagos asociados a la explotación de este mineral han adquirido una magnitud fiscal importante en los últimos años. En particular, los ingresos fiscales vinculados al litio aumentaron desde 0,08 % del PIB en 2021 a 1,24 % del PIB en 2022, reflejando la fuerte alza del precio internacional del carbonato de litio observada durante ese período (ver Gráfico N°4). La DIPRES señala que estos mayores ingresos contribuyeron de manera positiva a la consolidación de las finanzas públicas en 2022, permitiendo el registro de un superávit fiscal efectivo de 1,1 % del PIB y de un superávit estructural de 0,5 % del PIB, siendo ambos los primeros y últimos datos de superávit desde el año 2012 y 2015 respectivamente, tal como se aprecia en el Gráfico N°1. La DIPRES señala que los ingresos fiscales asociados al litio presentan características potencialmente transitorias y/o cíclicas, dada su estrecha dependencia del precio internacional del mineral, el cual ha mostrado una elevada volatilidad en los últimos años. La limitación metodológica de no incluir el litio en la regla de BCA puede constituir un riesgo relevante para la sostenibilidad fiscal, en la medida que permite comprometer gasto permanente a partir de ingresos fiscales cuyo comportamiento responde a condiciones de mercado volátiles y no corregidas por la regla fiscal.

Desde una perspectiva más general, es razonable anticipar que, en la medida en que aumenten la producción de litio y su precio internacional —impulsados por una mayor demanda global asociada a la transición energética y tecnológica—, los ingresos fiscales vinculados al mineral irán al alza. Este efecto se ve reforzado por el hecho de que Chile concentra las mayores reservas de litio a nivel mundial, como se muestra en el Gráfico N°6, lo que previsiblemente aumentará su importancia relativa dentro de las finanzas públicas.

Gráfico N°6: Reservas Mundiales de Litio en 2024 (% del total mundial)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Statistical Review of World Energy

Precisamente por esta razón, resulta cada vez más relevante contar con un marco fiscal que permita distinguir adecuadamente entre los componentes cíclicos y estructurales de dichos ingresos. Esto es fundamental para evitar que aumentos transitorios de la recaudación asociada al litio se traduzcan en compromisos permanentes de gasto público y, posteriormente, en déficits fiscales persistentes cuando dichos ingresos se reduzcan, los que, en ausencia de fuentes alternativas, deban financiarse mediante un mayor endeudamiento, dificultando aún más el proceso de convergencia de la deuda pública como porcentaje del PIB⁵. En otras palabras, gastos permanentes requieren ingresos permanentes y dado que el litio se comporta de manera similar al cobre al ser un mineral, los ciclos económicos mundiales lo afectan de manera importante.

Dado lo anterior, el informe de la DIPRES propone la introducción de un Ajuste Prudencial a los ingresos fiscales del litio, consistente en corregir el balance fiscal cuando los ingresos efectivos de litio superen un umbral definido como el promedio de los "n" años anteriores. Tal como enfatiza el propio documento, este mecanismo busca aislar la fracción transitoria de la renta proveniente del litio, siguiendo un principio análogo al del ajuste cíclico aplicado históricamente al cobre. La diferencia y principal ventaja es que no necesita comité de expertos, ya que no se basa en supuestos a futuro, sino en ingresos de años anteriores; es decir, no se fundamenta en proyecciones, sino en datos efectivos.

Asimismo, el informe de 2025 relacionado con la Estrategia Nacional del Litio señala que, dado que la metodología vigente del Balance Cínicamente Ajustado (BCA) no corrige por la volatilidad de los ingresos fiscales asociados al litio, resulta necesario introducir un ajuste prudencial que evite utilizar ingresos transitorios para financiar gasto permanente. Es decir, el informe del Mi-

⁵De acuerdo al Consejo Fiscal Autónomo, ese valor no debiera superar el 45 % de PIB y debería ya existir un proceso de convergencia de manera de que la trayectoria de la deuda no explote.

nisterio del Medio Ambiente también recoge lo señalado por la DIPRES en su informe de 2023.

En suma, los informes del CFA, de la Estrategia Nacional del Litio, así como la propuesta metodológica de la DIPRES evidencian que este ajuste prudencial relativo al litio no forma parte actualmente de la regla de BCA vigente ni se encuentra consagrado en un marco legal, lo que refuerza la relevancia de este desafío para la política fiscal chilena en el mediano plazo, especialmente en un escenario en que el litio tenderá a desempeñar un rol cada vez más relevante para el fisco.

En este contexto, el tratamiento fiscal de los ingresos asociados al litio adquiere una relevancia central para la consistencia y credibilidad del proceso de convergencia fiscal en el mediano plazo. Si bien el debate público reciente ha enfatizado la necesidad de ordenar las cuentas fiscales y cumplir las metas de BCA, la discusión sobre el rol que pueden jugar los ingresos por litio —y su potencial carácter transitorio— ha tendido a quedar en un segundo plano. Ignorar este elemento puede llevar a una subestimación muy relevante de los ajustes cíclicos en la medida que el litio sea cada vez más importante para Chile, dificultando así la recomposición del ahorro fiscal y comprometiendo la sostenibilidad de las finanzas públicas en el tiempo. En la medida en que el litio gane peso dentro de los ingresos fiscales, abordar explícitamente su tratamiento dentro del marco de la regla fiscal del BCA no solo aparece como una buena práctica, sino como una condición necesaria para que la convergencia fiscal sea efectiva y duradera. En otras palabras, una de las principales tensiones fiscales —que se complementa con la necesidad de que la deuda pública no supere el nivel de 45 % del PIB— de los próximos años no será la falta de ingresos, sino la dificultad de distinguir entre ingresos permanentes y transitorios en un contexto de nuevos recursos naturales; en el caso de Chile, el litio.

Referencias

Consejo Fiscal Autónomo. (2023). *Reflexiones sobre los desafíos fiscales del litio en Chile* (Nota del CFA N.º 15). Consejo Fiscal Autónomo.

Dirección de Presupuestos. (2025). *Indicador del balance cíclicamente ajustado: Metodología y resultados 2024*. Ministerio de Hacienda.

Gobierno de Chile. (2023). *Estrategia nacional del litio: Por Chile y su gente*. Gobierno de Chile.

Merlo Ávila, J. I., Valdivieso Sastre, J., González Rodríguez, M., Acevedo Olavarría, M., & Sansone Alvo, A. (2023). *Ajuste prudencial a los ingresos fiscales por litio: Propuesta metodológica y resultados proyectados 2023–2027* (Estudios de Finanzas Públicas N.º 2023/34). Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda.

MERCADO DE CAPITALES

Desafíos estructurales del mercado de capitales chileno



enero 2026

Resumen ejecutivo

Contexto. La profundidad del mercado de capitales es un concepto multidimensional que va más allá del tamaño agregado de los mercados financieros e incluye aspectos como liquidez, concentración, dinamismo y diversidad de emisores. En el caso chileno, el desarrollo del mercado accionario acompañó el proceso de crecimiento económico y fortalecimiento institucional observado tras el retorno a la democracia y durante la primera década del siglo XXI. Sin embargo, desde la Crisis Financiera Global de 2008 se observa un cambio en esta trayectoria, lo que motiva un análisis más detallado sobre el grado de profundidad efectiva del mercado accionario chileno y su coherencia con el nivel de desarrollo económico e institucional del país.

Evolución histórica y comparaciones internacionales

- Hasta 2008, la capitalización bursátil de Chile se movía en línea con economías de alto ingreso y con la OCDE.
- Tras la Crisis Financiera Global, el mercado accionario chileno comenzó a mostrar una dinámica más similar a economías latinoamericanas de ingreso medio alto.
- En el período posterior a 2008, la correlación de la capitalización bursátil de Chile con países de alto ingreso se vuelve negativa.
- Esta evolución coincide con una caída persistente del índice de Rule of Law desde la década de 2010.
- En un análisis de corte transversal para 2023, Chile aún se ubica en línea con lo que predice la relación internacional entre ingreso, calidad institucional y tamaño del mercado bursátil.

Profundidad efectiva del mercado accionario

- La liquidez del mercado accionario chileno es baja en relación con su tamaño, como muestran los indicadores de rotación bursátil.
- Las 15 mayores empresas concentran cerca del 72 % de la capitalización total del IGPA, reflejando una elevada concentración.
- El número de IPOs ha sido extremadamente reducido, con solo 14 emisiones entre 1996 y 2025.
- La escasa entrada de nuevos emisores limita el dinamismo y el rol del mercado como fuente de financiamiento.
- Indicadores comparativos muestran que Chile presenta brechas persistentes de liquidez frente a economías de ingreso alto.

Conclusión. La evidencia muestra que, si bien el mercado accionario chileno es consistente con el nivel de desarrollo económico del país cuando se evalúa en términos de tamaño agregado, esta métrica no se traduce en una profundidad efectiva equivalente. La baja liquidez, la alta concentración, el escaso dinamismo y la limitada base de emisores configuran brechas estructurales que se han mantenido en el tiempo. Abordar estos desafíos resulta clave para fortalecer el rol del mercado de capitales como motor del crecimiento, la inversión y la diversificación productiva en el largo plazo.

Desafíos estructurales del mercado de capitales chileno

La profundidad del mercado de capitales es un concepto amplio y multidimensional, que puede analizarse desde distintas perspectivas, incluyendo el mercado accionario, los mercados de renta fija y los mercados monetarios. A su vez, dentro del propio mercado accionario, la profundidad no tiene una única métrica, sino que puede evaluarse a partir de diversas dimensiones, como el tamaño del mercado, la liquidez, el grado de concentración, el dinamismo y la diversidad de emisores, entre otras.

Este informe se centra en el mercado accionario chileno y en algunas de sus principales dimensiones de profundidad. En particular, se analiza su evolución histórica, su tamaño relativo y un conjunto acotado de indicadores que permiten evaluar su funcionamiento efectivo, con el objetivo de examinar en qué medida el desarrollo del mercado accionario ha acompañado el proceso de crecimiento económico del país.

Existen otras dimensiones relevantes de profundidad –tanto dentro del mercado accionario como en otros segmentos del mercado de capitales–; el foco del documento está puesto en aquellas medidas para las cuales existe información comparable y estandarizada a nivel internacional. En particular, se utilizan indicadores provenientes de fuentes como el Banco Mundial y fuentes oficiales, las que permiten realizar comparaciones consistentes entre países al estar estandarizadas. A partir de esta evidencia descriptiva y de comparaciones internacionales, el informe busca contribuir a una discusión informada sobre el rol y los desafíos del mercado accionario en Chile.

Chile: profundidad financiera e instituciones

A medida que los países se desarrollan, también tienden a desarrollar su mercado financiero. El crecimiento de Chile a partir del retorno a la democracia y, fundamentalmente, su consolidación en la primera década del siglo XXI –fuertemente influenciado por el super ciclo del cobre– le permitieron primero desarrollar y posteriormente mantener un mercado bursátil acorde con su nivel de ingreso y crecimiento económico.

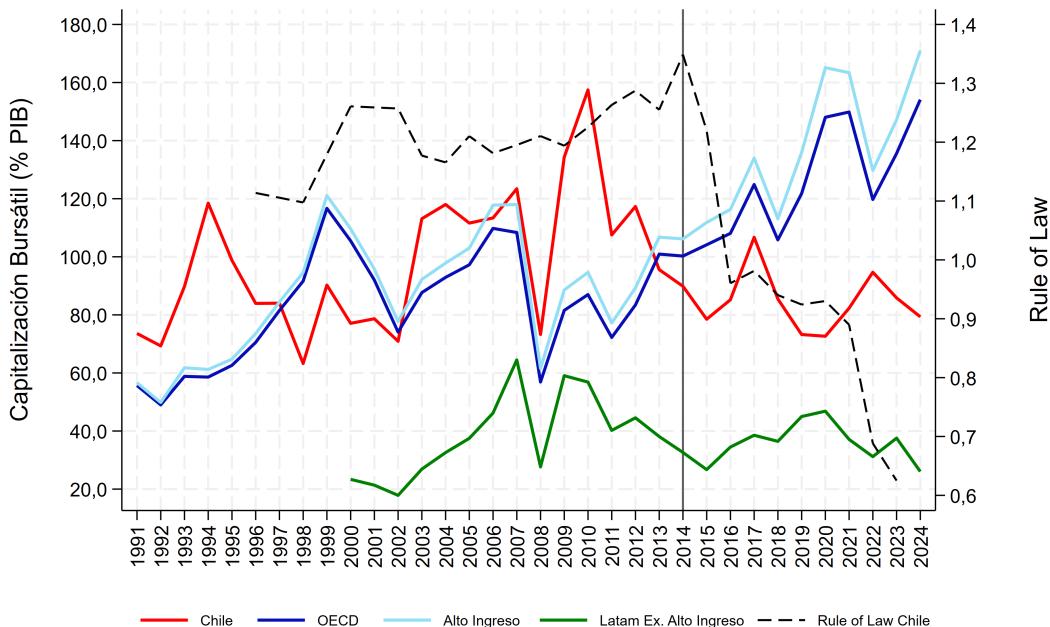
Una forma habitual de medir lo anterior es a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB, indicador que permite medir el tamaño del mercado accionario en relación con la economía real. Esta métrica resulta particularmente útil para evaluar si el desarrollo del mercado bursátil ha acompañado el crecimiento económico de un país en el tiempo. Adicionalmente, dado que el funcionamiento de los mercados financieros depende críticamente del entorno institucional, resulta relevante analizar esta evolución en conjunto con indicadores de calidad institucional.

El Gráfico N°1 da cuenta de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB¹. Además, en

¹Es importante enfatizar que la capitalización bursátil como porcentaje del PIB mide principalmente el tamaño agregado del mercado accionario, pero no necesariamente su uso efectivo como fuente de financiamiento ni su dinamismo. En particular, esta métrica es sensible a variaciones en los precios de los activos, a la composición sectorial del mercado y a ciclos financieros globales, por lo que diferencias en capitalización no deben interpretarse au-

un segundo eje se muestra el Índice de *Rule of Law* confeccionado por el Banco Mundial. Este índice incluye la percepción sobre el grado en que las personas confían en las normas que rigen la sociedad y las respetan. Considera, en particular, la calidad del cumplimiento de los contratos, la protección de los derechos de propiedad, el funcionamiento de la policía y de los tribunales, así como la probabilidad de ocurrencia de delitos y violencia.

Gráfico N°1: Capitalización bursátil (% del PIB) – Chile vs OCDE, alto ingreso y LATAM (sin países alto ingreso)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

El gráfico anterior muestra que Chile se movió en línea con las economías de alto ingreso hasta, al menos, el año 2008, cuando se produce la Crisis Subprime. En particular, al calcular la correlación de la capitalización bursátil de Chile para el período 2000–2008 con la OCDE, con el grupo de países de alto ingreso —según la clasificación del Banco Mundial— y con Latinoamérica excluyendo economías de alto ingreso (como Costa Rica, Panamá, Uruguay, entre otros), se obtienen coeficientes de 59 %, 63 % y 75 %, respectivamente.

Este comportamiento resulta consistente con el ciclo económico observado tanto en Chile como en América Latina durante la década de 2000, marcado por el auge de los precios de los *commodities*. Dado que muchas economías de la región son intensivas en la exportación de estos bienes, el boom permitió un fuerte crecimiento económico y, en consecuencia, una expansión de los mercados bursátiles a un ritmo comparable al de las economías de alto ingreso de otras regiones del mundo. Sin embargo, esta relación se quiebra tras la Crisis Financiera de 2008.

Repetiendo el ejercicio para el período posterior a la crisis, la correlación de la capitalización bursátil de Chile con la OCDE, con los países de alto ingreso y con Latinoamérica excluyendo

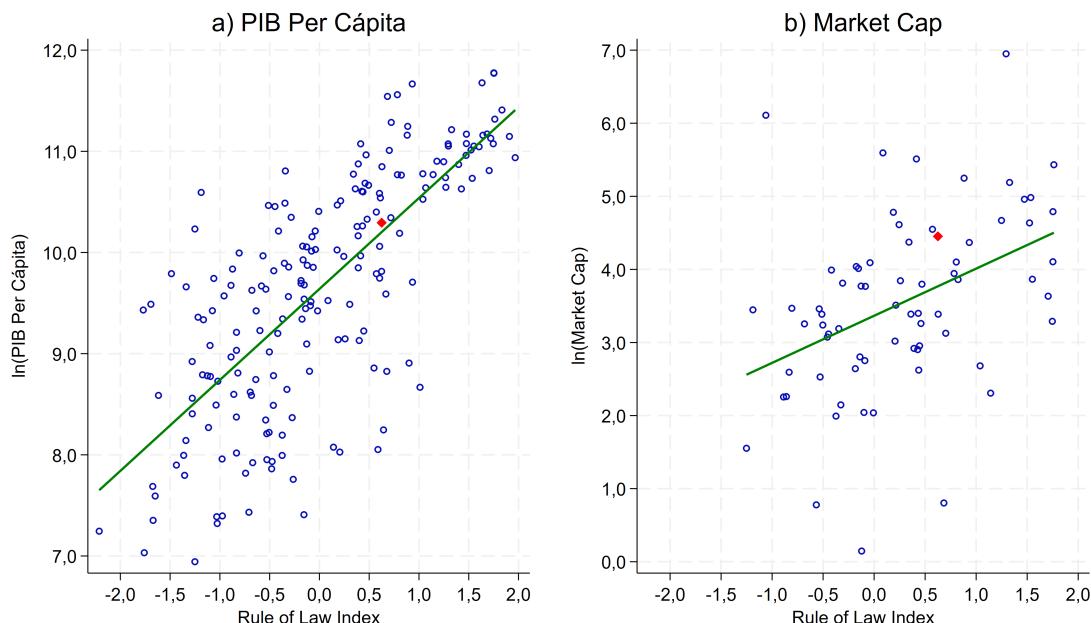
tomáticamente como diferencias en profundidad financiera. En este sentido, el análisis de capitalización permite contextualizar la evolución del mercado chileno, pero no constituye por sí solo un diagnóstico sobre su funcionamiento interno.

economías de alto ingreso es de -66 %, -65 % y 70 %, respectivamente. En otras palabras, en el período post-crisis el mercado bursátil chileno ha tendido a moverse en línea con las economías latinoamericanas no clasificadas como de alto ingreso, pese a que Chile pertenece formalmente a este grupo, y de manera inversa al comportamiento de las economías de alto ingreso de las cuales forma parte.

Adicionalmente, este período coincide con una depreciación gradual del índice de *Rule of Law* para Chile, como muestra el segundo eje vertical del Gráfico N°1. Mientras en la etapa previa a la Crisis Financiera el país exhibía niveles elevados y relativamente estables en esta dimensión institucional, a partir de la década de 2010 se observa una tendencia descendente persistente. Esta evolución sugiere que el desacople del mercado bursátil chileno respecto de las economías de alto ingreso no responde exclusivamente a factores cíclicos o externos, sino que se produce en un contexto de deterioro en la percepción sobre la calidad institucional, particularmente en lo relativo a la certeza jurídica, el cumplimiento de contratos y la confianza en las reglas del juego.

No obstante, la evolución del índice de *Rule of Law* debe interpretarse como un elemento de contexto más que como un determinante directo de las fluctuaciones anuales del mercado bursátil. La literatura destaca el rol de la calidad institucional como un factor clave del desarrollo económico y financiero en el largo plazo; sin embargo, este tipo de indicadores tiende a capturar procesos graduales y presenta menor variación en el corto plazo. De tal manera que la evidencia presentada no permite atribuir cambios específicos en el desempeño del mercado accionario chileno a variaciones puntuales en la calidad institucional, sino más bien situarlos dentro de un entorno de mayor incertidumbre percibida en la última década, que podría haber influido en las decisiones de inversión de manera más persistente.

Gráfico N°2: Instituciones, Ingreso y Capitalización Bursátil en 2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

El Gráfico N°2 complementa esta evidencia mediante un análisis de corte transversal para el año 2023. El panel (a) muestra una relación positiva y robusta entre el índice de *Rule of Law* y el ingreso per cápita, consistente con la literatura que destaca el rol de la calidad institucional en el desarrollo económico. En el panel (b), si bien la relación entre *Rule of Law* y la capitalización bursátil como porcentaje del PIB es positiva, esta aparece considerablemente más dispersa, lo que sugiere que otros factores también inciden en la profundidad de los mercados de capitales. En ambos paneles, Chile —representado por el punto rojo— se ubica levemente por sobre el ajuste lineal, lo que indica que, dado su nivel en 2023 de *Rule of Law*, tanto su ingreso per cápita como su capitalización bursátil se encuentran en línea, e incluso marginalmente por encima, de lo que predice la relación promedio internacional. Sin embargo, esta posición debe interpretarse a la luz de la dinámica temporal previa: el deterioro reciente del *Rule of Law* sugiere que, de persistir esta tendencia, Chile podría enfrentar presiones a la baja tanto en su desempeño económico —situación que ocurre al menos desde hace una década en Chile— y seguir su divergencia respecto de economías de alto ingreso, como muestra el Gráfico N°1. En este sentido, no existe una contradicción entre los resultados del Gráfico N°1 y del Gráfico N°2, sino que ambos entregan información complementaria. Mientras el Gráfico N°2 corresponde a una fotografía de corte transversal que muestra que, en 2023, Chile aún se encuentra en línea con lo que predice la relación internacional entre calidad institucional, ingreso y tamaño del mercado bursátil, el Gráfico N°1 ilustra una dinámica de largo plazo, donde se observa un progresivo desacople de Chile respecto de las economías de alto ingreso desde la Crisis Financiera Global de 2008. En otras palabras, Chile no luce fuera de lugar en la foto actual, pero sí muestra una trayectoria que se ha ido diferenciando de ese grupo en la última década y media.

Como complemento a la evidencia descriptiva, se realizó un ejercicio empírico sencillo (ver Apéndice Técnico y Tabla A.1 para mayores detalles) que muestra que, en promedio, los países con mayores niveles de ingreso, mayor crecimiento económico, menor inflación y mayores niveles de inversión tienden a tener mercados bursátiles más grandes en relación con el tamaño de su economía. Asimismo, el ejercicio sugiere que una mejor calidad institucional se asocia con mercados de capitales más desarrollados, aunque este vínculo opera principalmente en el largo plazo. Este análisis simple es de carácter meramente correlacional y no puede entenderse en ningún caso como algo que establece causalidad.

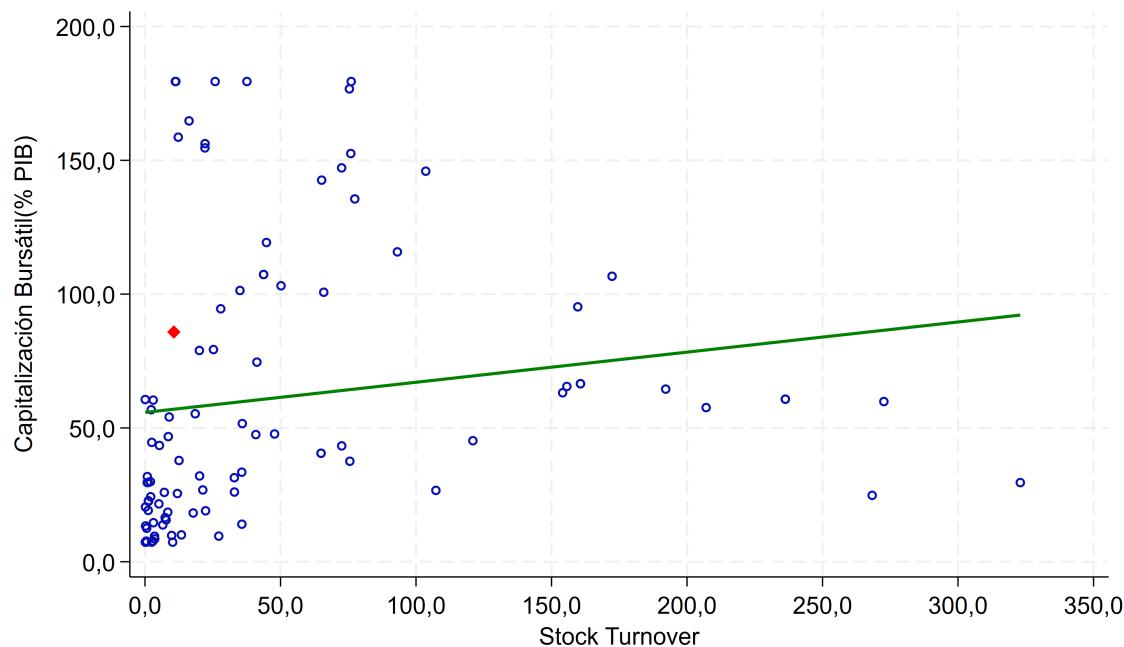
La evidencia presentada hasta este punto sugiere que, desde una perspectiva agregada, el mercado bursátil chileno ha estado históricamente alineado con su nivel de desarrollo económico e institucional, al menos cuando la profundidad se aproxima mediante la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. Sin embargo, esta medida captura principalmente el tamaño del mercado y no necesariamente otras dimensiones relevantes de la profundidad financiera. En particular, aspectos como la liquidez, la diversidad de emisores, el grado de concentración y el dinamismo del mercado no quedan plenamente reflejados en esta métrica. En este contexto, cabe preguntarse, dado que Chile cuenta con un mercado bursátil relativamente grande en términos agregados, si aquello se traduce efectivamente en dinamismo y profundidad del mercado.

Profundidad de mercado en Chile: evidencia descriptiva complementaria

Para responder a la pregunta anterior, esta sección analiza indicadores complementarios de profundidad –líquidez, concentración, dinamismo y base de emisores— que permiten evaluar el funcionamiento efectivo del mercado accionario chileno.

El Gráfico N°3 muestra la relación entre la capitalización bursátil como porcentaje del PIB y el *stock turnover ratio*, definido por el Banco Mundial como el valor de las acciones transadas dividido por la capitalización bursátil. Esta medida captura la liquidez efectiva del mercado, es decir, qué tan intensamente se transan las acciones existentes. Los datos para 2023 muestran una relación positiva débil entre ambas variables y una alta dispersión entre países. En este contexto, Chile —destacado en rojo en el gráfico— presenta una capitalización bursátil relativamente elevada, pero un nivel de rotación bajo relativo al tamaño de su mercado, lo que sugiere que una parte importante del mercado accionario es poco transado. Este resultado refuerza la idea de que el tamaño del mercado no necesariamente se traduce en profundidad o, en este caso, que el mercado es altamente ilíquido.

Gráfico N°3: Capitalización versus rotación bursátil en 2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Una segunda dimensión de la profundidad del mercado se refiere a su grado de concentración. La Tabla N°1 muestra que las 15 empresas de mayor tamaño explican aproximadamente el 71,6 % de la capitalización total del IGPA, índice que agrupa a 52 firmas actualmente. Esta elevada concentración implica que una fracción significativa del mercado accionario chileno está dominada por un número reducido de empresas grandes, lo que limita la liquidez y visibilidad de las firmas medianas y pequeñas, y es consistente con la percepción de un mercado poco profundo y con escasas alternativas de financiamiento vía capital para un amplio conjunto de empresas. Como

referencia, en Brasil las 15 primeras empresas de su índice accionario concentran el 65 % de la capitalización del mismo; en México, 84 %; en Malasia, 70 %; en Vietnam, 63 %, entre otros. Esto ilustra que el fenómeno de concentración no es exclusivo de Chile y parece ser recurrente en mercados emergentes.

Tabla N°1: Alta Concentración del IGPA

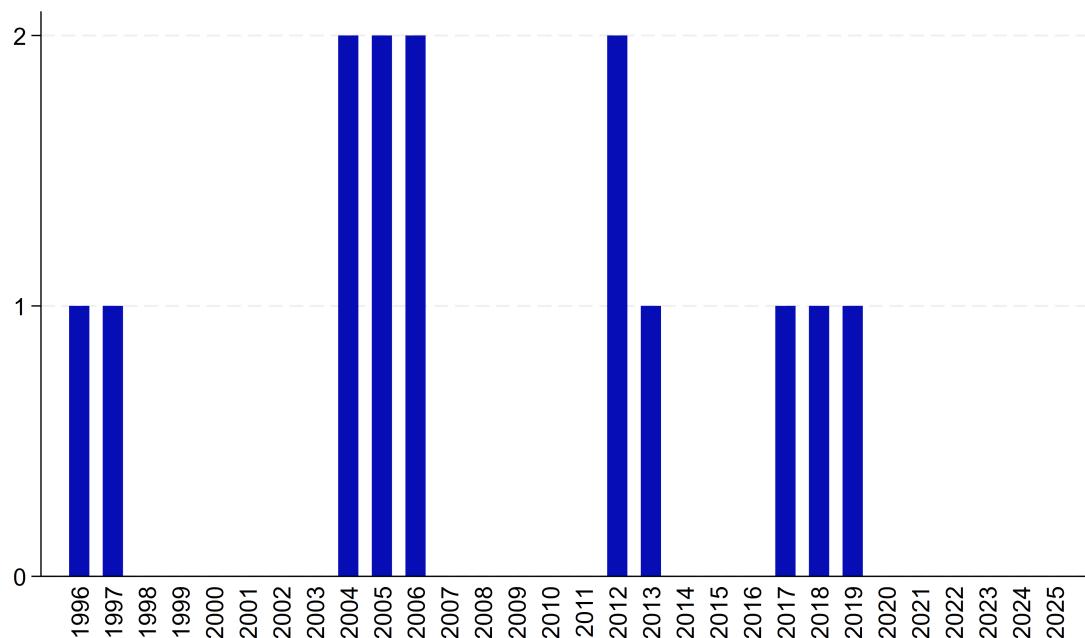
Compañía	Peso en el IGPA
Soquimich	9,19 %
Banco de Chile	8,65 %
Falabella SA	7,36 %
Latam Airlines Group SA	7,15 %
Banco Santander Chile	6,61 %
Banco de Crédito e Inversiones	6,31 %
Empresas Copec SA	4,55 %
Enel Americas SA	4,09 %
Cencosud SA	3,78 %
Plaza SA	3,75 %
Quiñenco SA	3,38 %
Enel Chile SA	2,38 %
Banco Itaú Chile SA	2,32 %
Cencosud Shopping SA	2,06 %
Total	71,60 %

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

La falta de profundidad también se manifiesta en el escaso dinamismo del mercado accionario chileno. En este contexto, las ofertas públicas iniciales (IPOs) constituyen un indicador relevante del funcionamiento del mercado bursátil, ya que representan el principal mecanismo mediante el cual las empresas privadas acceden al mercado accionario, levantan financiamiento y abren su propiedad al público.

El Gráfico N°4 muestra que el número de IPOs en Chile ha sido extremadamente reducido en las últimas décadas. Como muestra la tabla, entre 1996 y 2025 (30 años contando ambos extremos), en Chile se registraron solo 14 IPOs, lo que equivale a menos de una IPO cada dos años (aprox. 0,5 IPOs anuales), siendo el último IPO registrado en 2019 y correspondiente a Cencosud. La ausencia prolongada de nuevas ofertas públicas sugiere que el mercado no está cumpliendo de manera efectiva su rol de canalizar financiamiento hacia nuevas empresas susceptibles de ser públicas, reforzando la idea de un ecosistema económico y financiero poco dinámico, con falta de crecimiento, innovación y confianza, fenómenos que no ayudan a que empresas privadas exitosas se hagan públicas.

Gráfico N°4: IPOs en el mercado accionario chileno (1996-2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Además, al comparar la liquidez del mercado chileno —medida a través del *stock turnover ratio*— respecto de otros países, emergen diferencias relevantes. Existen países muy comparables con Chile, tanto en términos de ingreso como otros indicadores de desarrollo, uno de los más idóneos es Bulgaria². En 2024, Bulgaria presenta una liquidez (rotación bursátil) muy baja (2,9), mientras que Chile exhibe niveles superiores, lo que sugiere un mercado relativamente más líquido entre economías de desarrollo comparable. No obstante, al contrastar con los otros países —países más ricos y con mercados más maduros, pero con problemas estructurales y de crecimiento similares a Chile—, como España (40,9) o Grecia (35,7), se observa que Chile enfrenta un rezago significativo en términos de liquidez.

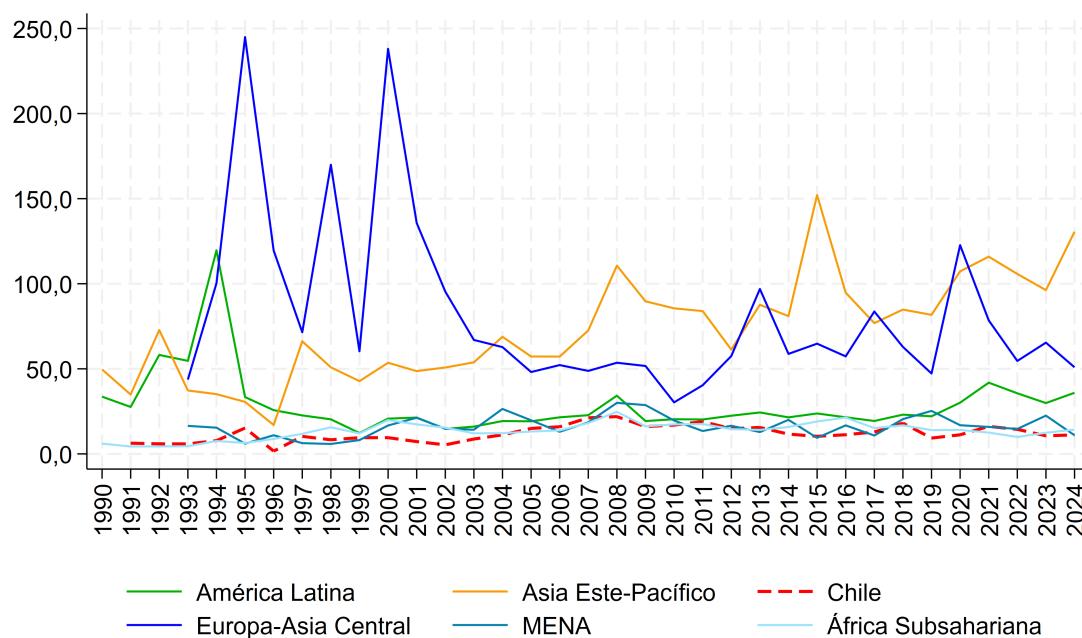
A su vez, la evolución de lo anterior en el tiempo refuerza este diagnóstico. El Gráfico N°5 presenta la evolución del *stock turnover ratio* de Chile en comparación con promedios regionales construidos exclusivamente a partir de países clasificados como de ingreso medio alto en distintas regiones del mundo. Por el contrario, Chile es clasificado internacionalmente como una economía de ingreso alto y, aun así, no se observa una mejora sostenida en la liquidez de su mercado bursátil a lo largo del tiempo si se compara con economías de menor ingreso. En efecto, su desempeño se mantiene persistentemente bajo y resulta comparable al promedio de economías de ingreso medio alto de regiones como América Latina, África Subsahariana y Medio Oriente y Norte de África (MENA).

Este comportamiento contrasta con los promedios observados en regiones como Asia Este-Pacífico o Europa-Asia Central, donde la rotación bursátil es sistemáticamente mayor, lo que sugiere que el rezago de Chile en términos de profundidad y liquidez del mercado accionario

²Bulgaria tiene indicadores económicos y de desarrollo muy similares a Chile. Ver Tema de Análisis de Septiembre 2025.

no es solo estático, sino también estructural y persistente en el tiempo. En otras palabras, en este indicador de liquidez, Chile no se compara de acuerdo con su nivel de ingreso y se ubica sistemáticamente por debajo de lo esperado.

Gráfico N°5: Stock Turnover en el tiempo para Chile y Regiones del Mundo (1990-2024)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Es importante enfatizar que los indicadores analizados en esta sección capturan solo algunas dimensiones de la profundidad del mercado de capitales, y no representan todas las formas en que esta puede evaluarse. Existen otras métricas relevantes –particularmente en mercados de renta fija y monetarios– donde la evidencia también sugiere brechas importantes para Chile en relación con su nivel de desarrollo. Un ejemplo de ello es el mercado de REPO, pieza clave para la liquidez del mercado de deuda y el funcionamiento del mercado monetario, cuyo desarrollo en Chile es limitado en comparación internacional. De hecho, un informe reciente de la Comisión para el Mercado Financiero³ documenta que el mercado de REPO chileno es pequeño, poco líquido y con baja participación de actores, lo que contrasta con lo observado en economías de ingreso similar o superior, y refuerza la idea de que los desafíos de profundidad financiera en Chile no se restringen al mercado accionario, sino que son de carácter más amplio y transversal.

En general, los datos muestran que el mercado bursátil chileno ha sido coherente con su nivel de desarrollo económico cuando se evalúa en términos de tamaño agregado, pero con una trayectoria desalineada con respecto a economías de alto ingreso post crisis financiera de 2008, probablemente por el hecho de que al menos hace 10 años que Chile crece por debajo del promedio mundial, tanto por factores internos como externos. Además, una mirada más detallada revela que este tamaño no se traduce necesariamente en profundidad, dada la baja liquidez, la alta concentración, el escaso dinamismo y la limitada base de emisores del mercado accionario.

³Informe Técnico: Desarrollo del Mercado de REPO en Chile.

Avanzar en estos desafíos es necesario para el desarrollo de Chile, en cuanto mercados financieros sólidos son condición necesaria para el desarrollo de los países.

Apéndice Técnico

Este apéndice presenta un ejercicio empírico simple para explorar asociaciones entre variables macroeconómicas e institucionales y la profundidad del mercado bursátil, medida como la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. El objetivo es descriptivo e ilustrativo: los coeficientes deben interpretarse como correlaciones condicionadas, no como efectos causales.

Se estima el siguiente modelo de panel con efectos fijos:

$$\ln(\text{CapBurs}_{i,t}) = \alpha + \beta' X_{i,t} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Donde:

- $\ln(\text{CapBurs}_{i,t})$ es el logaritmo de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB en el país i en el año t .
- $X_{i,t}$ es un vector de variables explicativas que incluye, según la especificación: PIB real per cápita (PPP, log), crecimiento del PIB, inflación (promedio móvil de dos años), formación bruta de capital fijo y, en la versión más completa, controles adicionales (por ejemplo, crédito al sector privado, ahorro interno, apertura comercial, población y el índice Rule of Law del Banco Mundial).
- μ_i corresponde a efectos fijos por país, que controlan por diferencias estructurales permanentes entre países (tamaño, historia institucional, dotación de recursos, etc.).
- τ_t corresponde a efectos fijos por año, que capturan shocks globales comunes a todos los países en un año dado (ciclos financieros internacionales, crisis globales, etc.).
- $\varepsilon_{i,t}$ es el término de error.

Los errores estándar se calculan clusterizados a nivel país. La Tabla A.1 reporta las estimaciones para dos especificaciones; la columna (2) incorpora un conjunto más amplio de controles.

Tabla A.1: Principales determinantes de la Capitalización Bursátil (% PIB)

	(1) Capitalización bursátil (% del PIB, log)	(2) Capitalización bursátil (% del PIB, log)
PIB real per cápita (PPP, log)	0,480** (0,238)	0,575** (0,233)
Crecimiento del PIB (variación anual, %)	0,012** (0,005)	0,013*** (0,004)
Inflación (promedio móvil 2 años, %)	-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,001)
Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	0,016* (0,009)	0,027** (0,011)
Crecimiento del PIB (t-1, %)		0,008* (0,005)
Crédito interno al sector privado (% del PIB)		0,002 (0,001)
Ahorro interno bruto (% del PIB)		-0,004 (0,005)
Apertura comercial (% del PIB)		0,001 (0,001)
Población (log)		-0,830* (0,452)
Rule of Law (índice del Banco Mundial)		0,135 (0,115)
Constante	-1,500 -2,330	10,885 -8,381
Observaciones	2.799	1.375
R cuadrado	0,836	0,926
Efecto Fijo País	Sí	Sí
Efecto Fijo Año	Sí	Sí

SE clusterizados (a nivel de país) en paréntesis

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

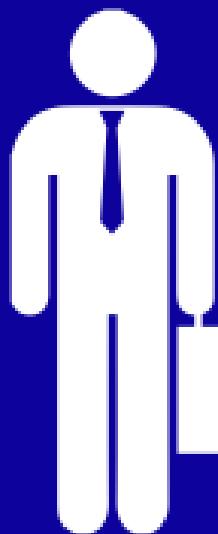
En términos generales, la especificación más completa indica que mayores niveles de desarrollo económico y estabilidad macroeconómica se asocian con una mayor capitalización bursátil relativa al tamaño de la economía. En particular, el coeficiente del PIB real per cápita (en logaritmos) sugiere que un aumento de 1 % en el ingreso per cápita se asocia, en promedio, con un incremento cercano a 0,58 % en la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. Asimismo, un aumento de un punto porcentual en la tasa de crecimiento anual del PIB se relaciona con un incremento aproximado de 1,3 % en la capitalización bursátil. En contraste, la inflación presenta una relación negativa y estadísticamente significativa: un aumento de un punto porcentual en el promedio móvil de dos años de la inflación se asocia con una disminución cercana a 0,3 % en la capitalización bursátil. La formación bruta de capital fijo también muestra una relación positiva y significativa, donde un aumento de un punto porcentual del PIB destinado a inversión se asocia con un incremento aproximado de 0,03 % en la capitalización bursátil. El crecimiento rezagado del PIB presenta un coeficiente positivo, pero no es estadísticamente significativo al 5 % y, dada su magnitud cercana a cero, resulta económicamente irrelevante. Finalmente, el indicador de *Rule of Law* exhibe un coeficiente positivo, aunque no estadísticamente significativo una vez que se controlan efectos fijos por país y año, lo que sugiere que su influencia opera principalmente como un determinante de largo plazo más que como un factor explicativo de variaciones anuales.

Es importante nuevamente enfatizar que los resultados presentados no deben interpretarse en un sentido causal. La relación entre la profundidad del mercado bursátil y las variables macroeconómicas e institucionales analizadas está sujeta a problemas evidentes de endogeneidad, incluyendo causalidad inversa y la posible omisión de variables relevantes. En consecuencia, los coeficientes estimados deben entenderse únicamente como asociaciones estadísticas derivadas de un ejercicio empírico simple, cuyo objetivo es ilustrar patrones generales consistentes con la literatura, y no identificar efectos causales precisos.

enero 2026

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Pobreza, subsidios y mercado
laboral en Chile



Resumen ejecutivo

Contexto. Los resultados de la Encuesta CASEN 2024 introducen un cambio metodológico relevante en la medición de la pobreza, elevando el estándar de evaluación mediante una actualización de la canasta básica, una redefinición del ingreso del hogar y una ampliación de la pobreza multidimensional. Bajo esta metodología más exigente, la pobreza en Chile retoma su trayectoria descendente tras la disrupción observada durante la pandemia. Sin embargo, el análisis de la composición del ingreso de los hogares más vulnerables revela cambios significativos en la relación entre ingresos laborales, subsidios y reducción de la pobreza.

Evidencia reciente

- Entre 2022 y 2024, la pobreza por ingresos disminuye desde 20,5 % a 17,3 %.
- La pobreza extrema cae de 8,5 % a 6,9 %, mientras que la pobreza multidimensional baja de 20,0 % a 17,7 %.
- En el período 2020–2024, los subsidios representan en promedio 66,1 % del ingreso total del primer decil.
- Los ingresos laborales reales del primer decil muestran una caída persistente desde 2015.
- La reducción de la pobreza en el primer decil coincide temporalmente con un aumento significativo de los ingresos por subsidios.

Ingresos laborales, demografía y subsidios

- En los deciles 2 y 3, la caída de la pobreza se asocia a una combinación de mayores ingresos laborales reales y subsidios.
- En el primer decil, la reducción de la pobreza depende principalmente de los ingresos no laborales.
- El primer decil ha envejecido más rápidamente que el resto de la población, reduciendo su participación laboral.
- Trayectorias laborales marcadas por informalidad y lagunas previsionales aumentan la dependencia de subsidios.
- El gasto en subsidios del gobierno central ha aumentado de forma sostenida como proporción del PIB.

Conclusión. La reducción reciente de la pobreza en Chile se produce bajo un estándar de medición más exigente y confirma una mejora en los indicadores agregados. No obstante, la evidencia muestra que, particularmente en el primer decil, esta reducción ha estado fuertemente asociada al aumento de los subsidios en un contexto de deterioro de los ingresos laborales reales. Factores demográficos y trayectorias laborales precarias ayudan a explicar este patrón. De cara al futuro, fortalecer el vínculo entre crecimiento económico e ingresos laborales aparece como un elemento central para una reducción de la pobreza sostenible en el tiempo, especialmente en un escenario de mayores restricciones fiscales.

Pobreza, subsidios y mercado laboral en Chile

En las últimas semanas se han dado a conocer los resultados de la Encuesta CASEN 2024. Lo más relevante es que el cálculo de la pobreza cambió su metodología, bajo la cual, la tasa de pobreza aumenta al incorporar criterios más exigentes en su medición. La metodología anterior, vigente desde 2013, utilizaba una canasta básica de alimentos construida con patrones de consumo hoy desactualizados, incorporaba el alquiler imputado como parte del ingreso total del hogar y no diferenciaba entre hogares arrendatarios y no arrendatarios en la definición de la línea de pobreza.

La nueva metodología de 2024, en cambio, eleva el estándar de medición. En primer lugar, actualiza la canasta básica de alimentos utilizando información más reciente¹ y ajustándola explícitamente a criterios nutricionales, reduciendo el peso de alimentos ultraprocesados. En segundo lugar, excluye el alquiler imputado del ingreso del hogar y define líneas de pobreza diferenciadas según condición de arriendo, reconociendo de forma más precisa las restricciones presupuestarias que enfrentan los hogares². Finalmente, en el ámbito de la pobreza multidimensional, se amplían y refinan los indicadores, incorporando nuevas dimensiones como conectividad y cuidados, lo que permite una caracterización más completa de las carencias que afectan a los hogares.

Bajo esta metodología más exigente, los resultados de la Casen 2024 muestran mejoras en todos los indicadores principales respecto de 2022: la pobreza por ingresos disminuye desde 20,5 % a 17,3 %, la pobreza extrema cae de 8,5 % a 6,9 %, la pobreza multidimensional se reduce de 20 % a 17,7 % y la pobreza severa –hogares que experimentan simultáneamente pobreza por ingresos y multidimensional– baja desde 7,8 % a 6,1 %.

Resulta relevante destacar que, aun con este estándar metodológico más alto, la pobreza retoma su tendencia a la baja tras la interrupción observada durante la pandemia. La evolución reciente sugiere un retorno a la trayectoria descendente de largo plazo. Sin embargo, si bien a nivel agregado la pobreza sigue a la baja, si se analiza la composición de los ingresos de los hogares más pobres, existen cambios importantes. Mientras los ingresos laborales del primer decil exhiben una tendencia a la baja en los últimos años, los ingresos provenientes de subsidios muestran una trayectoria claramente al alza y cada vez representan una mayor proporción de su ingreso total. Los datos parecen indicar que ha sido el mayor peso de los subsidios el que ha permitido sostener la reducción de la pobreza en el período reciente, lo que abre preguntas relevantes sobre la naturaleza, sostenibilidad y calidad de esta reducción de la pobreza en Chile.

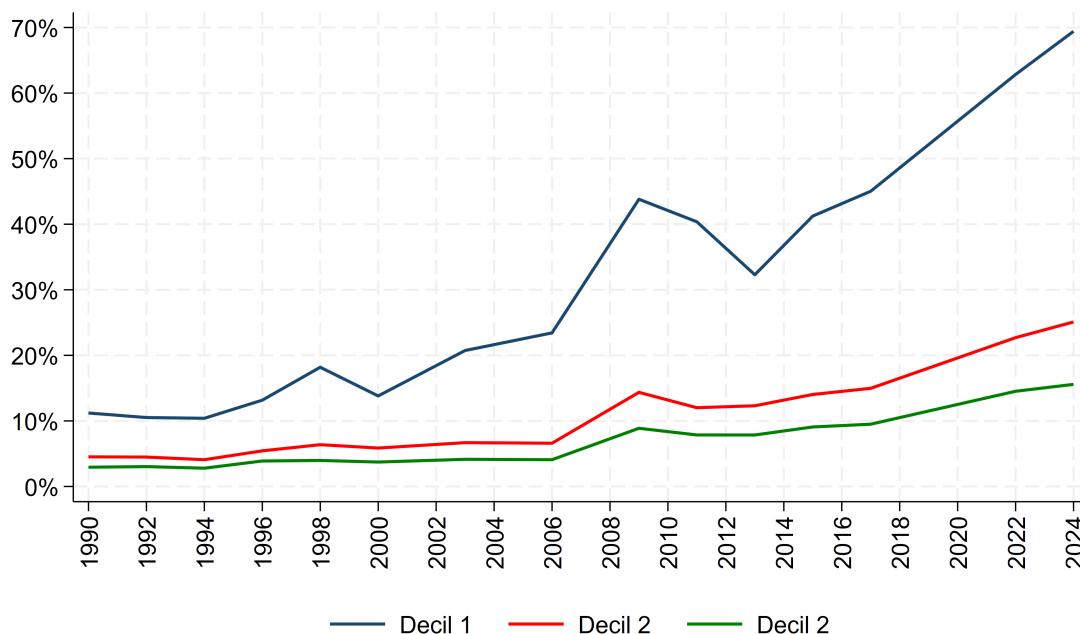
¹Se utiliza la IX Encuesta de Presupuestos Familiares (2021-2022) como fuente de gasto. La metodología anterior, ocupaba la versión VII de la encuesta de 2011-2012.

²La exclusión del alquiler imputado no distorsiona el análisis, sino que lo hace más claro. Al centrarse únicamente en el ingreso monetario efectivo del hogar, la nueva metodología permite observar con mayor claridad la dificultad del mercado laboral para sostener el consumo de los hogares del primer decil, sin el efecto suavizador que antes generaba la inclusión de ingresos no monetarios.

Lo que muestran los datos en el tiempo

El Gráfico N°1 muestra la evolución de los subsidios como proporción del ingreso total³ de los hogares pertenecientes a los tres primeros deciles, es decir, al 30 % de la población de menores ingresos. Se observa que, de manera sistemática, los subsidios representan una fracción significativamente mayor del ingreso del primer decil en comparación con los dos deciles siguientes. Esto es coherente con el hecho de que el primer decil ha sido históricamente el principal foco de la política pública orientada a la reducción de la pobreza. No obstante, si bien este patrón ha sido persistente en el tiempo, destaca que en los últimos períodos la participación de los subsidios en el ingreso total del primer decil ha aumentado de forma particularmente pronunciada.

Gráfico N°1: Subsidios como proporción del Ingreso Total



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN

Al analizar la evolución presentada en el gráfico anterior en términos de promedios por período, la Tabla N°1 evidencia con mayor claridad el aumento sostenido de los subsidios como proporción del ingreso total de los hogares del primer decil. En promedio, durante la década de 1990 los subsidios representaban un 12,7 % del ingreso total de estos hogares. En la década de 2000, esta proporción aumentó en 12,7 puntos porcentuales, alcanzando un promedio de 25,4 %. Posteriormente, en el período 2010–2019, la participación de los subsidios volvió a incrementarse en 14,3 puntos porcentuales, situándose en un promedio de 39,7 %. Finalmente, en el período más reciente (2020–2024), correspondiente a los datos de la CASEN 2022 y 2024, los subsidios representan en promedio un 66,1 % del ingreso total del primer decil, lo que implica un aumento adicional de 26,4 puntos porcentuales respecto del período anterior.

³Corresponde a la suma del ingreso autónomo —aquel compuesto por ingresos laborales y otros ingresos no laborales como rentas de la propiedad por ejemplo— y la totalidad de subsidios.

Tabla N°1: Subsidios como proporción del ingreso total – Promedio según período

Periodo	Decil 1	Decil 2	Decil 3
1990-1999	12,7 %	5,0 %	3,3 %
2000-2009	25,4 %	8,4 %	5,2 %
2010-2019	39,7 %	13,3 %	8,6 %
2020-2024	66,1 %	23,9 %	15,1 %

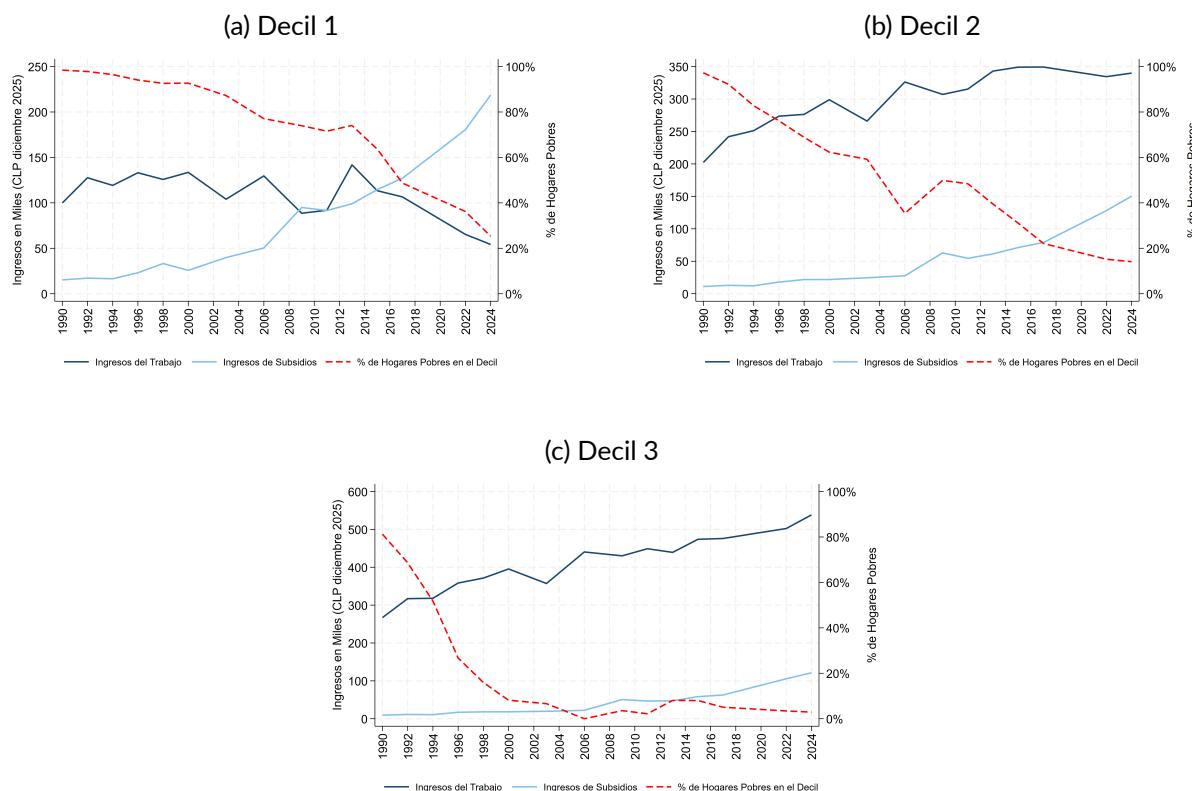
Fuente: *Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN*

Si bien los subsidios también aumentan como proporción del ingreso en los deciles 2 y 3, estos incrementos son considerablemente menores en términos absolutos. Estos datos muestran un cambio relevante en la composición del ingreso de los hogares más vulnerables, caracterizado por una dependencia significativamente mayor de los subsidios en el período reciente.

A su vez, el Gráfico N°2 presenta la evolución de los ingresos laborales, los ingresos provenientes de subsidios y la proporción de hogares pobres al interior de los deciles 1, 2 y 3, respectivamente. En todos los casos, los ingresos se expresan en miles de pesos de diciembre de 2025, mientras que el eje vertical secundario muestra la proporción de hogares pobres dentro de cada decil⁴.

⁴Se consideran hogares pobres aquellos clasificados como pobres extremos o pobres no extremos según la definición oficial de la encuesta CASEN. La proporción de hogares pobres por decil se calcula utilizando los factores de expansión, como el cociente entre el total de hogares pobres del decil y el total de hogares del mismo decil.

Gráfico N°2: Evolución de Ingresos y Proporción de Hogares Pobres en los tres primeros deciles



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN

El caso del primer decil resulta particularmente relevante. En los últimos años se observa una caída significativa de la proporción de hogares pobres dentro de este decil, fenómeno que coincide con un aumento pronunciado de los ingresos provenientes de subsidios. Sin embargo, esta reducción de la pobreza no está asociada a una mejora en los ingresos laborales. Por el contrario, los ingresos del trabajo del primer decil muestran una caída importante en términos reales a partir de 2015, tendencia que se mantiene de forma persistente en los años posteriores.

Un elemento clave es que, a partir de la encuesta CASEN de ese mismo año, se observa un quiebre a la baja en la proporción de hogares pobres dentro del primer decil. En otras palabras, el inicio de la caída de los ingresos laborales reales coincide temporalmente con el comienzo de una tendencia marcada de reducción de la pobreza en este grupo. Dado que, en el mismo período, los ingresos por subsidios exhiben una trayectoria sostenidamente creciente –tanto en monto real como en su participación en el ingreso total–, los resultados son consistentes con la hipótesis de que los subsidios han compensado la caída de los ingresos laborales y existe una muy alta correlación entre el aumento de estos y la disminución de la pobreza en el primer decil⁵.

Este mecanismo contrasta con lo observado en los deciles 2 y 3. En estos deciles, la disminución de la pobreza ocurre en un contexto donde los ingresos laborales muestran una evolución real

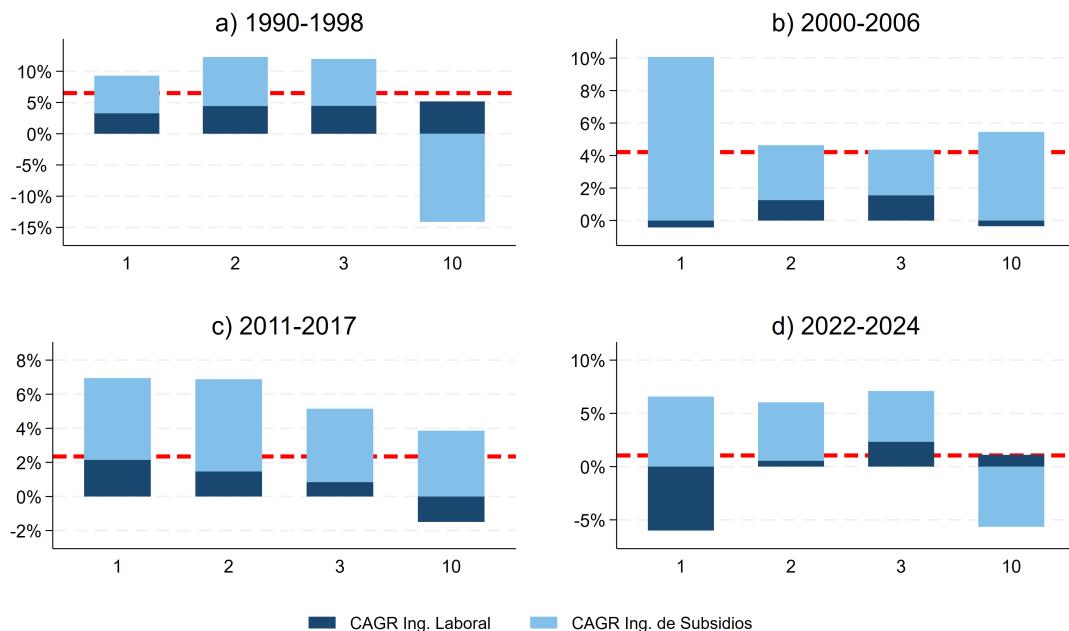
⁵Este análisis es de carácter descriptivo y no busca establecer una relación causal directa. Sin embargo, la coincidencia en el tiempo entre la caída de los ingresos laborales y el aumento de los subsidios es clara, lo que sugiere un cambio en la composición del ingreso de los hogares, donde los subsidios han pasado a compensar la pérdida de ingresos del trabajo.

levemente positiva, junto con aumentos más graduales de los subsidios. Así, mientras en los deciles 2 y 3 la mejora en el ingreso total responde a una combinación de mayores ingresos reales del trabajo y subsidios, en el primer decil la caída de la pobreza es dependiente en su mayoría de los ingresos provenientes de subsidios.

Por otro lado, el Gráfico N°3 descompone el crecimiento promedio anual de los ingresos laborales y de los ingresos por subsidios en cuatro subperiodos seleccionados para evitar que episodios de crisis distorsionen la tendencia a analizar. En particular, se consideran ventanas de tiempo que omiten los años asociados a la crisis asiática, la crisis financiera global de 2008 y la pandemia.

La métrica que muestra el Gráfico N°3 es la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR), que resume en un solo número el crecimiento promedio anual entre dos puntos en el tiempo. Conceptualmente, el CAGR responde a la pregunta: “a qué tasa constante habría tenido que crecer el ingreso para pasar desde su nivel inicial al nivel final durante el período considerado?”. Este cálculo se realiza por decil y por componente del ingreso (laboral y subsidios), además de mostrar la misma métrica para el PIB real de Chile en la línea roja punteada, con el propósito de comparar si la dinámica de ingresos de los hogares se alinea –o no– con el ciclo de crecimiento agregado.

Gráfico N°3: CAGR de Ingresos Laborales y Subsidios en deciles 1,2,3 y 10



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN y Banco Mundial

Los resultados muestran que la relación entre crecimiento macroeconómico e ingresos laborales es más cercana para el primer decil en algunos episodios, pero se debilita de manera marcada en el período más reciente. En los años noventa (1990–1998), cuando Chile exhibió un crecimiento elevado, el ingreso laboral del primer decil también registró un CAGR positivo, consistente con los datos observados en el Gráfico N°2. En una fase de expansión sostenida –como la experimentada por Chile en la década de 1990– los ingresos laborales de los hogares más vulnerables

tienden a crecer en términos reales. En otras palabras, el crecimiento económico constituye probablemente la política social más efectiva de un país, en la medida en que no solo impulsa el crecimiento de los ingresos laborales, sino que también fortalece la recaudación fiscal. Este mayor espacio fiscal es, a su vez, lo que permite financiar de manera sostenible y fiscalmente responsable los subsidios destinados a los hogares más vulnerables, facilitando una redistribución más efectiva del ingreso y contribuyendo —junto con el aumento real de los ingresos laborales— a sostener la reducción de la pobreza en el tiempo.

En el subperíodo 2000–2006 —posterior al shock de la crisis asiática y coincidente con una fase de recuperación y expansión asociada al contexto externo favorable, en particular el super ciclo del cobre— el crecimiento del ingreso laboral del primer decil se mantiene levemente positivo, aunque más acotado que en los noventa, en línea con un desempeño macroeconómico menos dinámico que el de la década previa.

En el período 2011–2017, el CAGR laboral del primer decil vuelve a ser positivo, lo que es consistente con una fase inicial de mejora real de ingresos tras la crisis financiera global. Sin embargo, a partir de 2015 hay un quiebre a la baja, como se observa en la evolución de ingresos laborales en el Gráfico N°2. Si bien el CAGR laboral es positivo, en cuanto el ingreso real final es mayor al inicial, éste habría sido aún mayor de no ser por la caída de ingresos laborales reales que se observa a partir de 2015.

El resultado más relevante es el subperíodo 2022–2024. En este tramo, el CAGR del ingreso laboral del primer decil es fuertemente negativo, en contraste con los deciles 2 y 3, deciles que presentan variaciones mucho más acotadas. Así, en el período reciente, el deterioro del ingreso laboral real se concentra en los hogares del primer decil, mientras que los otros grupos muestran una dinámica de crecimiento levemente positiva en este último período y también más suavizada a través del tiempo.

En paralelo, el Gráfico N°3 muestra que los ingresos por subsidios exhiben un crecimiento sistemáticamente positivo para los hogares de los tres primeros deciles y, en varios tramos, de magnitud relevante. Esto es particularmente importante para interpretar lo que ocurre en el primer decil: mientras el ingreso laboral reciente cae, el CAGR de los subsidios se mantiene elevado y consistentemente positivo, lo que es coherente con un rol compensatorio de los subsidios en la trayectoria a la baja —a partir de 2015— del ingreso laboral de los hogares más vulnerables, además de calzar con la evolución constantemente al alza del monto de subsidios que se observa en el Gráfico N°2. En cambio, en los deciles 2 y 3 el CAGR positivo de los subsidios se observa en un contexto en que los ingresos laborales presentan CAGRs levemente positivos de manera persistente en el tiempo.

Finalmente, la comparación con el CAGR del PIB real permite evaluar en qué medida cada decil “se mueve” con la economía. Para ello, la Tabla N°2 reporta, por período, el cociente entre el CAGR del ingreso laboral del decil y el CAGR del PIB real. Un valor cercano a 1 indicaría que el ingreso del decil crece aproximadamente a la par del producto; valores por encima de 1 sugieren un crecimiento del ingreso más rápido que el PIB; y valores por debajo de 1, una transmisión más débil del crecimiento agregado hacia los ingresos laborales del grupo. En el caso del primer decil,

la evidencia reciente apunta a un desacople particularmente marcado: incluso en un contexto de crecimiento positivo del PIB, los ingresos laborales del primer decil registran una contracción real. Este resultado refuerza la necesidad de analizar en mayor profundidad la dinámica de los ingresos laborales de los hogares más vulnerables y de abordar las causas de la caída persistente observada desde 2015.

Tabla N°2: Cociente entre el CAGR de los ingresos laborales y el CAGR del PIB real según decil

Decil	1990-1998	2000-2006	2011-2017	2022-2024
1	0,50	-0,10	0,92	-5,73
2	0,68	0,30	0,63	0,52
3	0,69	0,37	0,36	2,22
10	0,79	-0,08	-0,64	1,05

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN y Banco Mundial

La evidencia sugiere que la reducción reciente de la pobreza en Chile, particularmente en el primer decil, correlaciona en gran medida con el aumento de los subsidios, en un contexto de caída persistente de los ingresos laborales reales. Si bien este mecanismo ha permitido contener la pobreza, también deja en evidencia un problema central: el crecimiento económico no se está traspasando de manera efectiva hacia los hogares más vulnerables. En la medida en que el crecimiento no se traduzca en mayores ingresos laborales para estos deciles, su capacidad para reducir la pobreza de forma sostenida será limitada, aumentando la dependencia de los subsidios. Por ello, resulta primordial que el crecimiento económico se refleje en mejoras reales de los ingresos laborales de los hogares más vulnerables, condición necesaria para una reducción de la pobreza que sea sostenible en el tiempo.

Posibles causas de lo observado y riesgos hacia adelante

Una posible explicación del patrón observado en el primer decil está asociada a cambios demográficos y a la trayectoria laboral de los hogares más vulnerables. En particular, la Tabla N°3 muestra que el primer decil ha envejecido de manera más pronunciada que los deciles 2 y 3 a lo largo del tiempo. Este aumento en la edad promedio del hogar es relevante, ya que implica, por definición, una menor participación laboral y una mayor dependencia de ingresos no laborales.

Tabla N°3: Edad Promedio del Hogar según decil

	Decil									
CASEN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1992	26,0	25,2	27,8	31,0	32,5	35,1	37,6	36,6	38,4	39,6
1994	27,3	26,6	30,6	31,7	33,6	38,0	36,2	36,2	37,6	38,7

Continúa en la siguiente página...

Tabla N°3: Edad Promedio del Hogar según decil (Continuación)

CASEN	Decil									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1996	28,1	26,0	30,5	30,8	33,3	37,9	36,0	35,6	38,0	37,9
1998	28,9	27,4	30,8	30,9	34,2	36,9	35,2	36,5	37,5	39,5
2000	27,7	26,8	29,8	32,6	32,8	39,2	38,8	38,8	38,8	39,4
2003	31,3	29,7	32,3	31,9	36,3	38,3	37,0	38,0	38,9	39,7
2006	35,2	32,3	34,1	35,7	39,3	38,4	38,0	38,7	39,1	39,4
2009	40,0	34,6	36,1	37,5	40,0	38,4	39,8	39,5	41,4	41,0
2011	41,4	34,8	36,0	39,2	41,2	42,3	41,3	41,7	40,8	40,9
2013	36,1	35,0	38,3	40,7	41,4	41,9	41,5	43,2	41,8	40,5
2015	42,9	36,1	37,8	39,7	40,3	42,1	42,4	42,4	43,0	41,0
2017	45,2	37,3	39,7	41,1	42,3	42,4	43,2	43,2	42,9	41,9
2022	48,4	38,9	40,0	42,1	41,3	41,3	42,1	41,0	40,4	39,6
2024	53,2	41,1	40,5	40,1	41,3	41,8	42,7	41,3	40,4	40,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN

Este envejecimiento se combina con una historia laboral caracterizada por una alta informalidad y extensas lagunas de cotización, fenómenos especialmente prevalentes en el primer decil. Como resultado, una fracción importante de estos hogares llega a la edad de jubilación con pensiones insuficientes o derechamente sin pensión autofinanciada, lo que incrementa su dependencia de los subsidios previsionales. En este contexto, instrumentos como la Pensión Básica Solidaria (PBS) y, más recientemente, la Pensión Garantizada Universal (PGU), resultan particularmente relevantes para los hogares del primer decil, dado su diseño y sus requisitos de acceso.

Adicionalmente, la Tabla N°4 muestra una disminución sostenida en el número de hijos del jefe del hogar desde 2011 en todos los deciles, lo que refuerza la tendencia al envejecimiento de la población y sugiere que este proceso continuará en el tiempo. Si bien lo observado en la Tabla N°4 no es una tasa de fecundidad, la caída de esta última es un fenómeno generalizado en países de alto ingreso como Chile y está ampliamente documentado⁶. Este fenómeno demográfico y su interacción con trayectorias laborales precarias y, por ende, bajas pensiones a futuro tiene efectos especialmente relevantes en los hogares más vulnerables. En estos hogares, los hijos han operado históricamente como una —y en casos quizás la única— red de apoyo informal en la vejez, particularmente en contextos donde el acceso a ahorros, activos financieros u otras formas de protección formal es limitado o no existente. La reducción en el número de hijos, por tanto, puede traducirse en una menor disponibilidad de este tipo de apoyo, incrementando aún más la dependencia de los hogares más pobres de los subsidios públicos en edades avanzadas.

⁶Ver Ministerio de Hacienda, [La compleja disminución de la fecundidad en Chile y revisión de las políticas internacionales y su efectividad](#); Ministerio de Hacienda, [Estudio Exploratorio – Análisis de las condicionantes y los desafíos de la natalidad en Chile](#); y CEPAL, [Observatorio Demográfico, 2025. América Latina y el Caribe ante la baja fecundidad: tendencias y dinámicas emergentes](#).

Tabla N°4: Promedio de hijos del jefe de hogar según decil

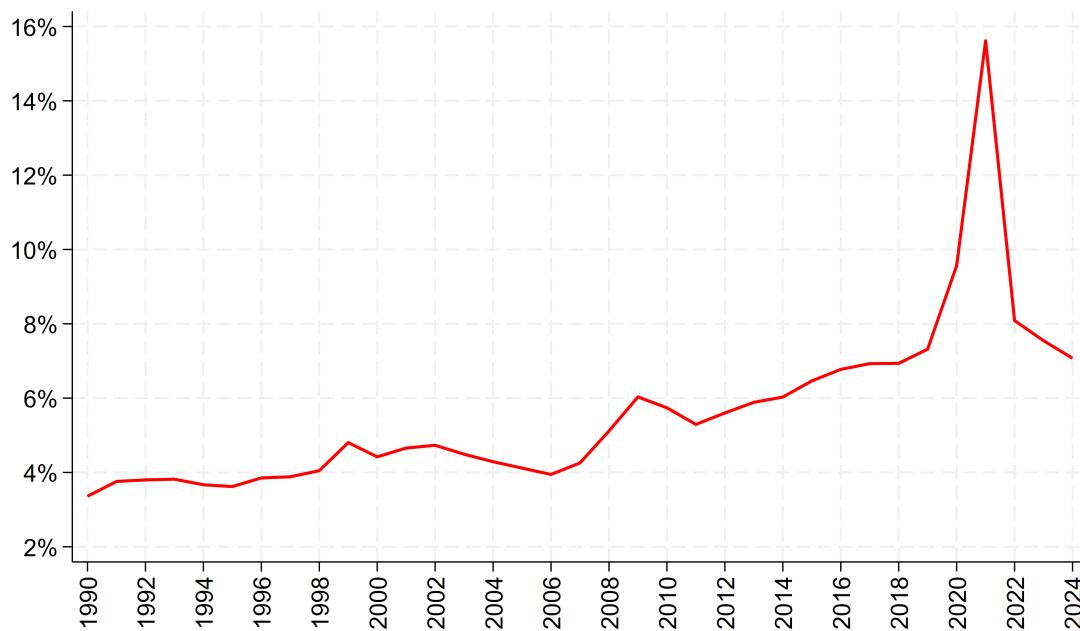
CASEN	Decil									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	2,6	2,3	2,0	1,6
2013	3,6	3,4	3,2	3,8	3,1	3,2	2,8	2,3	2,6	1,9
2015	3,6	3,4	3,1	3,1	2,9	3,6	2,7	2,4	2,0	1,7
2017	4,1	3,7	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0	2,6	2,5	2,0
2022	2,6	2,6	2,5	2,3	2,3	2,1	1,9	1,7	1,4	1,1
2024	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3	2,1	1,8	1,7	1,4	1,1
Delta 2011-2024	-0,68	-0,40	-0,56	-0,69	-0,66	-0,72	-0,80	-0,66	-0,62	-0,55

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta CASEN

En este contexto, el mayor peso de los subsidios en el ingreso del primer decil no debe interpretarse necesariamente como una señal de una reducción de la pobreza de “menor calidad”, sino como el reflejo de cambios demográficos en la composición de estos hogares. El envejecimiento más pronunciado del primer decil y sus trayectorias laborales históricamente marcadas por informalidad y lagunas previsionales implican una menor participación en el mercado laboral y una mayor dependencia de ingresos no laborales. Desde esta perspectiva, el aumento de los subsidios —en particular los previsionales— es consistente con el funcionamiento esperado del sistema de protección social en un contexto demográfico adverso. Esta distinción es clave para interpretar adecuadamente la reducción reciente de la pobreza.

A su vez, estos cambios demográficos y laborales tienen implicancias fiscales relevantes. Tal como se observa en el Gráfico N°4, el gasto en subsidios ha aumentado de manera sostenida como proporción del PIB del gobierno central, reflejando una mayor presión sobre las finanzas públicas. En un contexto de bajo crecimiento económico y restricciones fiscales más exigentes, este aumento del gasto plantea desafíos importantes para la sostenibilidad de una reducción de la pobreza basada principalmente en subsidios.

Gráfico N°4: Gasto en subsidios del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: DIPRES

En este marco, y considerando las recomendaciones de consolidación fiscal formuladas por el Consejo Fiscal Autónomo —en particular, la necesidad de converger hacia niveles de deuda pública por debajo del 45 % del PIB—, se vuelve aún más relevante avanzar en políticas que reduzcan la informalidad laboral y fortalezcan el traspaso del crecimiento económico hacia los ingresos laborales de los hogares más vulnerables. Sin avances en estas dimensiones, el riesgo es que la reducción de la pobreza dependa crecientemente de subsidios fiscales en un contexto de menor espacio presupuestario, lo que limita su sostenibilidad en el largo plazo.

enero 2026

TEMA DE ANÁLISIS

La Herencia Fiscal del Gobierno
de Boric



Matías Acevedo
Profesor Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Los Andes

Cecilia Cifuentes
Profesora del ESE Business School
Universidad de Los Andes

Puntos destacados

- **Deterioro fiscal persistente pese a un contexto externo favorable (2022–2025):** Entre 2022 y 2025 el gobierno incumplió de manera sistemática sus metas fiscales, acumulando déficits estructurales significativamente mayores a los comprometidos y llevando la deuda pública a niveles cercanos al umbral prudente de 45 % del PIB. Este deterioro ocurrió pese a enfrentar uno de los escenarios externos más favorables de los últimos años, con términos de intercambio elevados y un costo financiero de la deuda relativamente estable.
- **El “ajuste” fiscal de 2022 fue mayormente transitorio y el gasto retomó su tendencia histórica:** La fuerte caída del gasto observada en 2022 respondió casi exclusivamente al término del IFE y de gastos sanitarios extraordinarios. Excluidos estos factores, el gasto creció cerca de 4 % real ese año y no se observó un esfuerzo sostenido por moderar su expansión en los años siguientes, destacando el aumento del gasto en burocracia, prestaciones previsionales e intereses de la deuda, mientras la inversión pública se mantuvo rezagada.
- **Errores reiterados de proyección de ingresos explican buena parte de los desvíos fiscales recientes:** Desde 2024 se observa una sobreestimación sistemática de los ingresos fiscales, basada en supuestos excesivamente optimistas sobre crecimiento, recaudación tributaria y el carácter permanente de ingresos transitorios. Esto explica déficits estructurales muy superiores a los comprometidos y debilita la credibilidad del marco fiscal.
- **El nuevo gobierno enfrenta un punto de partida fiscal frágil en marzo de 2026:** Para 2026, el déficit estructural heredado se ubicaría en torno a 2,6 % del PIB, muy por sobre el 1,1 % estimado oficialmente, producto del arrastre de menores ingresos en 2025, una menor recaudación efectiva de la Ley de Cumplimiento Tributario y presiones de gasto no completamente financiadas.
- **El alza reciente del precio del cobre abre una oportunidad, pero no resuelve el problema de fondo:** El aumento del precio del cobre por sobre su valor de largo plazo podría generar ingresos efectivos adicionales cercanos a 1,4 % del PIB en 2026. Sin embargo, por metodología, su impacto sobre el balance estructural es limitado e incluso negativo en el caso de Codelco, por lo que no sustituye la necesidad de un ajuste fiscal permanente.
- **La sostenibilidad fiscal puede recuperarse, pero requiere decisión política y foco en eficiencia del gasto:** Para estabilizar la deuda pública bajo el 45 % del PIB se requiere un ajuste fiscal de al menos 1,3 % del PIB, combinando proyecciones de ingresos más conservadoras, crecimiento del gasto por debajo del crecimiento económico y una agenda creíble de eficiencia del Estado. El margen no está en recortar programas sociales bien evaluados, sino en reducir ineficiencias, sobre-dotación, abusos y programas mal focalizados.

La Herencia Fiscal del Gobierno de Boric

Metas y Resultados

¿Se ha deteriorado la sostenibilidad fiscal del país en los últimos cuatro años? Por un lado, el gobierno no ha podido cumplir sus metas fiscales en los últimos tres años, y se ve difícil que se pueda cumplir el objetivo establecido para el año en curso. La acumulación de déficits sucesivos ha llevado al stock de deuda pública a un nivel cercano al límite de 45 % del PIB establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Por otro, las autoridades salientes señalan que se ha moderado el crecimiento del gasto, y que se hizo un fuerte ajuste fiscal en 2022. Por otra parte, señalan que el stock de deuda aumentó en menor magnitud que en los gobiernos anteriores.

En este informe trataremos de analizar lo que ha sido la política fiscal del gobierno de Boric, y junto con eso, mostrar la situación que hereda al próximo gobierno de Kast. Veremos que efectivamente la sostenibilidad fiscal se ha deteriorado, y que faltó contención de las presiones de gasto, especialmente del gasto en burocracia.

De acuerdo con la Ley de Responsabilidad Fiscal (Ley N°20.128) durante el primer año de gobierno, el ministerio de Hacienda debe publicar vía decreto las metas fiscales estructurales para el período del gobierno. El 29 de junio de 2022 el gobierno publica el decreto 1387, que establece lo siguiente:

Artículo 2º.- De la Meta de Déficit Estructural. La situación de déficit estructural que enfrenta esta administración como punto de partida, un nivel prudente de deuda del 45 % del Producto Interno Bruto y el mandato para la implementación del Programa de Gobierno, plantea reducir el déficit estructural comenzando con un déficit estructural de 3,3 % del PIB en 2022, para llegar a un déficit estructural de 0,3 % del Producto Interno Bruto el año 2026¹.

Dado que no se establecían metas intermedias, lo que fue cuestionado por el CFA, se publicó un segundo decreto, derogando el anterior, que estableció lo siguiente (versión 6 de enero 2024):

Artículo 2º.- De la Meta de Déficit Estructural. La meta fiscal de la presente administración, dado un nivel prudente de deuda del 45 % del PIB y el mandato para la implementación del Programa de Gobierno, será alcanzar un déficit estructural de 1,9 % del PIB en 2024, pasando a un déficit estructural de 1,1 % del PIB en 2025, para llegar a un déficit estructural de 0,5 % del PIB en el año 2026².

El notorio incumplimiento de las metas en 2023 y 2024 llevó a que se estableciera un tercer decreto (decreto 542, del 19 de mayo de 2025):

¹[Decreto Original](#).

²[Primera Modificación del Decreto Original](#).

Artículo 2º.- De la Meta de Déficit Estructural. La meta fiscal de la presente administración, manteniendo un nivel prudente de deuda del 45 % del PIB, será alcanzar un déficit estructural de 1,6 % del PIB en 2025, para llegar a un déficit estructural de 1,1 % del PIB en el año 2026³.

El siguiente cuadro resume cómo se han ido modificando las metas:

Tabla N°1: Metas oficiales de Balance Cíclicamente Ajustado (% del PIB)

	2024	2025	2026
1er decreto			-0,3
2do decreto	-1,9	-1,1	-0,5
3er decreto		-1,6	-1,1

Fuente: Ley Chile

Vemos que estas metas modificadas están lejos de haberse cumplido, lo que permite afirmar que el gobierno de Boric no fue exitoso en materia fiscal. El déficit estructural del año 2024 fue de un 3,3 % del PIB, y se espera una cifra solo ligeramente inferior para 2025, por lo que la meta para 2026 tampoco parece factible.

Es efectivo que el gobierno anterior, de Sebastián Piñera, tampoco cumplió las metas fiscales establecidas en el Decreto 743 de junio de 2018, las que fueron modificadas significativamente en octubre de 2020. Sin embargo, en ese caso, primero la crisis política de 2019 y luego la pandemia fueron acontecimientos que generaron presiones fiscales inevitables y que explicaron los fuertes desvíos de las metas.

¿Cuáles son las causas que explican los incumplimientos fiscales del gobierno de Boric y que constituyen la herencia en esta materia para el gobierno de Kast? Eso es lo que intentaremos dilucidar en el análisis a continuación, distinguiendo entre causas externas e internas, ya que las primeras —como ocurrió en el caso de la pandemia— están fuera del control del Ejecutivo.

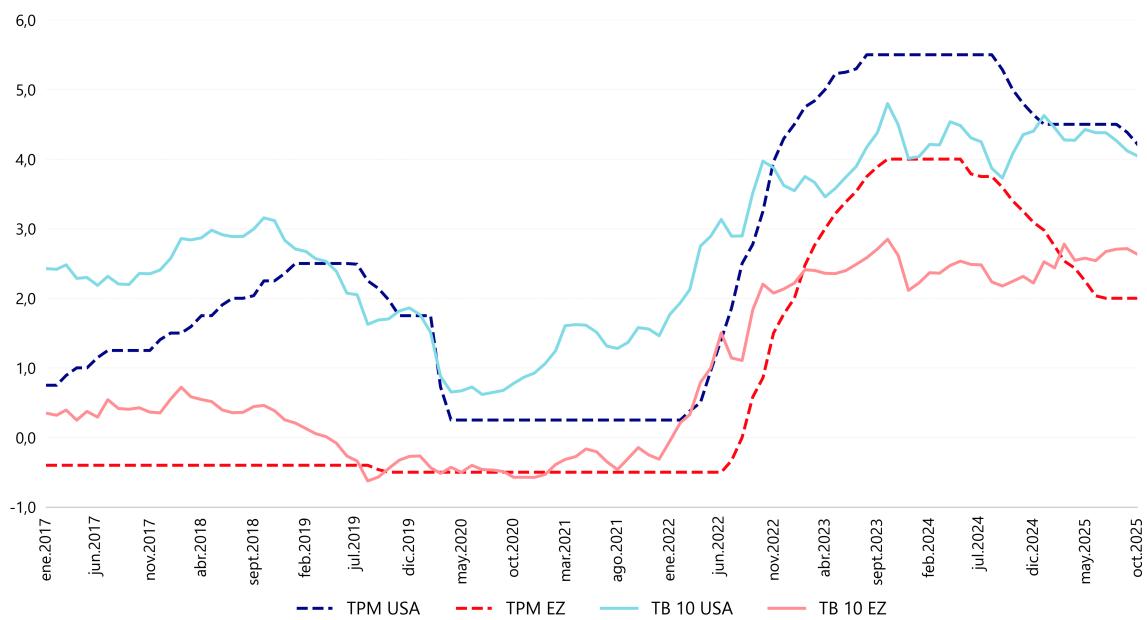
Contexto Externo

Lo cierto, es que, a pesar del deterioro geopolítico global en estos años, el país ha enfrentado un escenario externo bastante benigno, reflejado en las dos variables más relevantes desde el punto de vista macroeconómico, tanto para el país como para la situación de las finanzas públicas; las tasas de interés externas y los términos de intercambio. Las tasas de política monetaria en Estados Unidos y la Zona Euro subieron entre 2022 y 2023, alza que se revirtió en parte en 2024 y 2024. Las tasas de largo plazo de los bonos soberanos se mostraron relativamente estables, en niveles superiores a los mínimos históricos de 2018-2020, pero aún moderadas en términos reales comparadas con la última década. Esto permitió que las tasas de los bonos soberanos chilenos también se mantuvieran relativamente estables, tanto en términos nominales como reales,

³Segunda Modificación del Decreto Original.

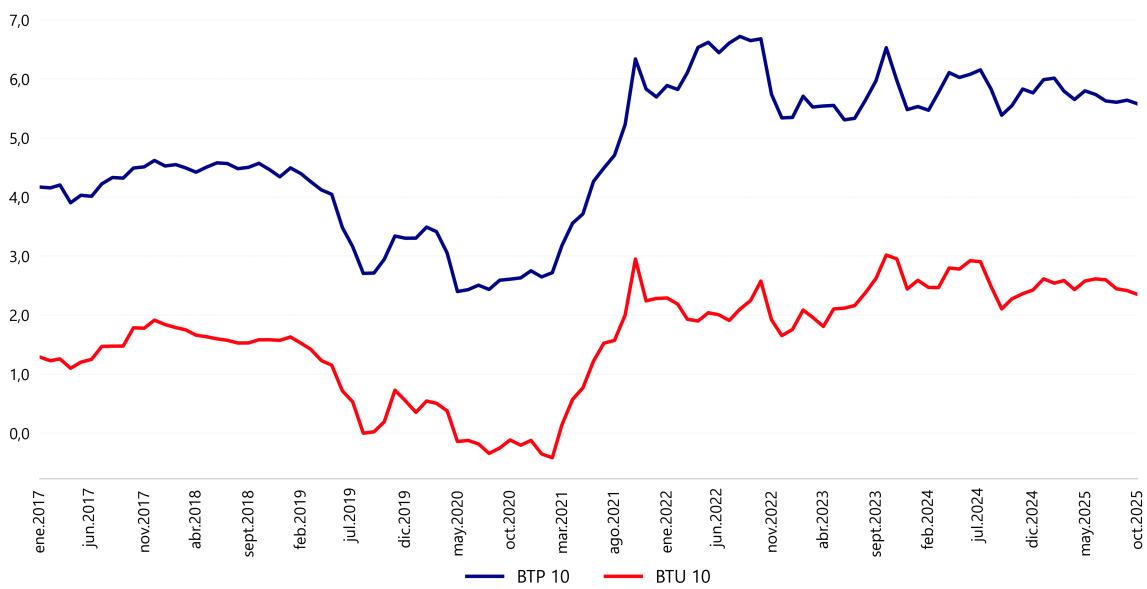
a pesar del deterioro de la sostenibilidad fiscal (Gráficos N°1 y N°2). En otras palabras, el costo del financiamiento fiscal no aumentó durante el gobierno.

Gráfico N°1: Tasas de Interés Externas (%)



Fuente: BCCH

Gráfico N°2: Tasa de Bonos soberanos chilenos (%)



Fuente: BCCH

En materia de términos de intercambio, la situación que enfrentó Chile en los últimos cuatro años fue muy positiva, tanto en términos del nivel de los precios de exportaciones e importaciones como también de la tendencia. De hecho, llama la atención que, con los niveles de términos de intercambio más altos de los últimos años (Gráfico N°3), el tipo de cambio real también haya sido tan elevado, considerando que lo habitual es que registren tendencias opuestas. El gobierno

del presidente Boric enfrentó términos de intercambio —considerando los datos solo hasta el tercer trimestre de 2025— que fueron casi un 10 % superiores a los del gobierno del presidente Piñera. Además, dado que el precio del cobre subió un 20 % en el cuarto trimestre del año, la mejoría debería ser bastante superior al considerar el año completo.

En conclusión, el gobierno enfrentó un contexto externo positivo en lo que se refiere a ingresos por materias primas —tributación de la Gran Minería y CODELCO— junto con costos financieros bastante estables. Esto no solo ha impactado favorablemente los ingresos efectivos del gobierno central, sino también los ingresos ajustados por el ciclo, considerando que el precio del cobre de largo plazo estimado por los Comités de Expertos pasó de US\$ 3,31/libra en el Presupuesto 2022 a US\$ 4,38 para el Presupuesto 2026, lo que, ajustado por inflación en dólares, representa un aumento en torno a 15 % real.

Gráfico N°3: Índice de Precio Exportaciones/Precio Importaciones



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCCH

Comportamiento de Ingresos y Gastos del Gobierno Central entre 2022 y 2025

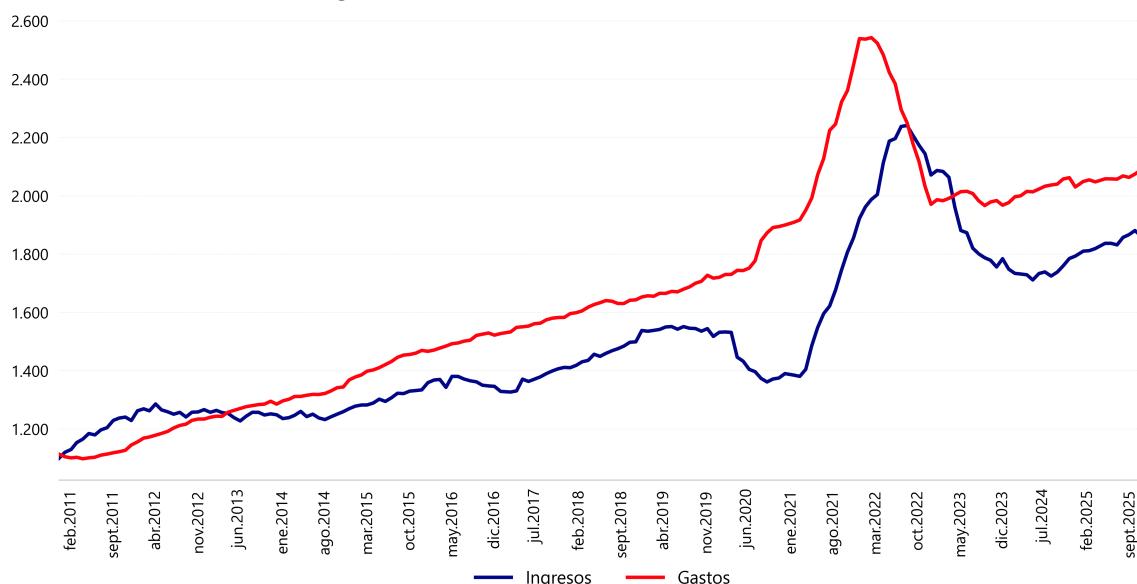
Los ingresos y gastos del gobierno central tienen en general un comportamiento irregular durante el año, ya que el componente tributario se concentra en la primera mitad del año, mientras que ocurre lo contrario con los gastos. Para ver las tendencias de ambos, el Gráfico N°4 muestra los ingresos y gastos anualizados como promedio móvil en 12 meses, en millones de UF.

Si analizamos el gasto, vemos que durante la pandemia aumentó más de un 40 % real, lo que se explica principalmente por el IFE universal, que benefició a 15 millones de personas y que estuvo vigente entre junio y noviembre de 2021. Este es el factor principal que explica la fuerte caída que registró el gasto fiscal en 2022, a lo que se sumó una disminución de 9 % real del gasto en salud, producto del término de la pandemia. Excluidos estos ítems explicados por la pandemia,

el gasto fiscal creció en torno a un 4 % real en 2022, lo que cuestiona la idea de que el gobierno de Boric implementó un fuerte ajuste fiscal en su primer año de gobierno.

Luego de esa fuerte caída, en los años siguientes, la tendencia al crecimiento del gasto ha sido muy similar a la que se observó en la década anterior; no ha existido un esfuerzo real por moderar el crecimiento de tendencia del gasto público.

Gráfico N°4: Ingresos y Gastos fiscales (millones de UF en 12 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES y del BCCH

El comportamiento de los ingresos fiscales permite visualizar una de las causas de las sobreestimaciones de ingresos entre 2024 y 2025. Durante la pandemia, la contracción de la actividad generó una caída importante de los ingresos, que se empezó a revertir en forma muy acelerada durante 2021 y 2022, años en que registraron tasas de crecimiento real de los ingresos de 37,9 % y 6,2 %, respectivamente. Las causas de ese dinamismo impresionante fueron principalmente el efecto en los ingresos tributarios del expansivo comportamiento de la demanda interna, producto de los retiros previsionales y el IFE, que se tradujeron en un estímulo de US\$ 80.000 millones sobre los ingresos de las personas. Un segundo elemento importante fue el comportamiento del precio del litio en 2021 y 2022, que se multiplicó por nueve veces respecto al valor del año 2020, generando una importante fuente de ingresos para el fisco, a través de la CORFO.

En 2023 los ingresos fiscales cayeron un 12 % real, cifra que estuvo en línea con la estimación de DIPRES en la Ley de Presupuestos de ese año. Sin embargo, el gasto de ese año fue algo mayor a lo presupuestado, con lo que no se cumplió la meta de déficit estructural de -2,1 % del PIB, con un resultado de -2,8 % del PIB.

En 2024 hubo una significativa sobreestimación de ingresos en la Ley de Presupuestos, ya que se supuso un crecimiento de 5,7 % real, que más que duplicaba el crecimiento estimado para el PIB. El crecimiento fue de sólo 1 % real, lo que se explica en parte por elementos transitorios que habían seguido impactando los ingresos en 2023. Aunque los gastos fueron levemente inferiores a lo estimado, el grueso error en la estimación de ingresos generó un nuevo incumplimiento de

la meta de -1,9 % del PIB, registrándose un déficit estructural de 3,3 % del PIB.

En 2025 se profundizó el problema de sobreestimación de ingresos, ya que en la Ley de Presupuestos de ese año los ingresos se estimaron sobre una base sobreestimada para 2024, por lo que es muy probable que el error vuelva a ser de una magnitud significativa⁴. En el IFP del tercer trimestre de 2024 se estimaron ingresos fiscales para ese año un 4 % superiores a lo que fue el resultado efectivo, y sobre esa base se supuso un crecimiento de 8,5 % real en 2025, a pesar de una estimación de crecimiento del PIB de 2,7 %.

Hasta el mes de noviembre, los ingresos fiscales registraron un crecimiento acumulado de 5 % real respecto a igual período de 2024. Si en diciembre mantuvieran la tasa de expansión de noviembre (6,9 %), los ingresos anuales serían un 7 % inferiores a lo que se estimó en el Presupuesto 2025 y un 2 % por debajo de la última estimación del IFP del tercer trimestre. En definitiva, no se cumplirán en 2025 las metas fiscales contempladas en la Ley de Presupuesto de ese año, ni tampoco las estimaciones más recientes de septiembre, de un déficit efectivo de 2 % del PIB y estructural de 2,2 %.

Frente a este significativo desvío de los ingresos respecto a lo estimado, el gobierno hizo esfuerzos de contención del gasto el año pasado, aunque insuficientes para compensar los menores ingresos. Es probable que el gasto total esté en torno a un 1 % por debajo de lo estimado, lo que equivale a menos de \$1.000.000 millones.

¿Qué ítems explican el menor gasto respecto a lo estimado en la Ley de Presupuestos? Tanto el gasto en personal como en bienes y servicios de consumo y producción resultarán superiores a lo estimado, especialmente este último, por lo que el ajuste no fue en burocracia. Las prestaciones previsionales también serán superiores a lo que se había estimado. El ajuste se realizó en el gasto en subsidios y donaciones, que estará bastante por debajo de lo estimado, y también en el gasto de capital, siguiendo la lógica de subejecución del presupuesto de inversión de años anteriores.

Las prioridades de gasto durante 2022-2025

Utilizando las cifras acumuladas hasta noviembre, podemos estimar las variaciones reales acumuladas para cada ítem de gasto respecto a 2021. Para el gasto en subsidios y donaciones se usa como base el dato de 2022, para no considerar los aportes vinculados a la pandemia, que dejaron de pagarse en 2022.

⁴Los datos de la ejecución a diciembre de 2025 se dan a conocer el último día de enero.

Tabla N°2: Variación real acumulada por ítem de gasto entre 2022 y 2025

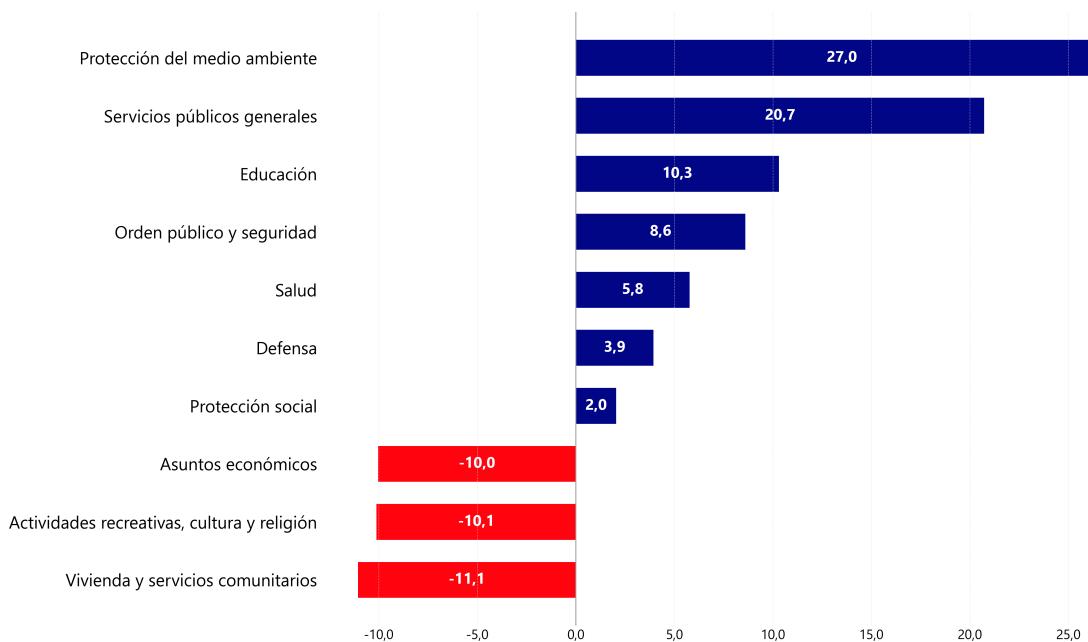
Ítem de Gasto	Variación
Personal	13,1 %
Bienes y servicios de consumo y producción	8,8 %
Intereses	57,0 %
Subsidios y donaciones	-7,3 %
Prestaciones previsionales	34,0 %
Otros	55,1 %
Inversión	-16,9 %
Transferencias de Capital	37,6 %

Fuente: Elaboración propia en base a DIPRES

Podemos ver que el mayor aumento se da en el pago de intereses, producto principalmente del mayor stock de deuda. También crecen fuertemente las prestaciones previsionales, lo que se explica por el mayor número de beneficiarios de la PGU. Las transferencias de capital también crecen, mientras cae la inversión pública. En neto, el gasto de capital crece un 8,2 %. El gasto en burocracia también crece a un ritmo elevado. El ítem que se lleva el peso de la moderación en el crecimiento del gasto total es el de subsidios y donaciones, que en 2025 es un 7,3 % real inferior al de 2022.

Si analizamos el comportamiento del gasto de acuerdo con su clasificación funcional, el siguiente gráfico ordena las funciones de mayor a menor aumento entre 2022 y 2024:

Gráfico N°5: Variación real del gasto por categoría entre 2022 y 2024 (%)



Fuente: DIPRES

Dentro de las subcategorías de esta clasificación funcional, el relativamente bajo crecimiento del área salud se explica en parte porque las cifras de 2022 aún tienen algunos efectos de la pandemia. Entre 2023 y 2024 el gasto en salud creció un 6,6 % real. Dentro del gasto de educación, de acuerdo con lo esperable, el ítem que más crece es el de educación superior, un 17 % real.

Puede verse en estas cifras que las reales prioridades de gasto no han sido las que se mencionan regularmente en el discurso, seguridad pública y protección social. Llama la atención el fuerte crecimiento del gasto en servicios públicos generales, aunque esto forma parte de una tendencia que se ha mantenido desde el año 2000 en adelante, cuyas causas no son claras –¿podría ser un reflejo de la creciente ineficiencia con que opera el Estado?–. Entre el año 2000 y 2024, este ítem pasó de representar un 6,5 % del gasto total a un 9,2 %.

Comportamiento del Endeudamiento Público

Por definición, un déficit fiscal tiene como contrapartida un aumento del stock de deuda pública. Sin embargo, más que mirar el stock, lo relevante es medirlo con relación al PIB, ya que una economía que crece en forma dinámica puede tener déficits fiscales sin que se deteriore su posición fiscal.

El deterioro de la sostenibilidad fiscal en la última década tiene una relación directa con la fuerte caída en el crecimiento de tendencia, que impacta en forma negativa los ingresos fiscales, generando entonces un mayor déficit. Esto a su vez aumenta el gasto financiero, lo que lleva a una espiral de deterioro fiscal, que puede terminar en una crisis si no se corrige, como se ha visto habitualmente en países vecinos. De ahí la importancia del doble objetivo de lograr eficiencias en el gasto, junto con fomentar la tasa de crecimiento.

Un segundo aspecto es que es más relevante analizar la deuda neta que la deuda bruta, ya que, si el déficit fiscal se financia con activos soberanos en vez de emisión de deuda, la posición financiera sufre un deterioro equivalente. Pero incluso esta mirada puede ser insuficiente si se crean compromisos de gasto que se reflejan contablemente como activos, como ocurre con los créditos a la educación superior, que tienen altas tasas de morosidad. Por último, se debería considerar también el endeudamiento de las empresas del Estado, ya que podría ser una forma menos transparente de financiar gasto fiscal.

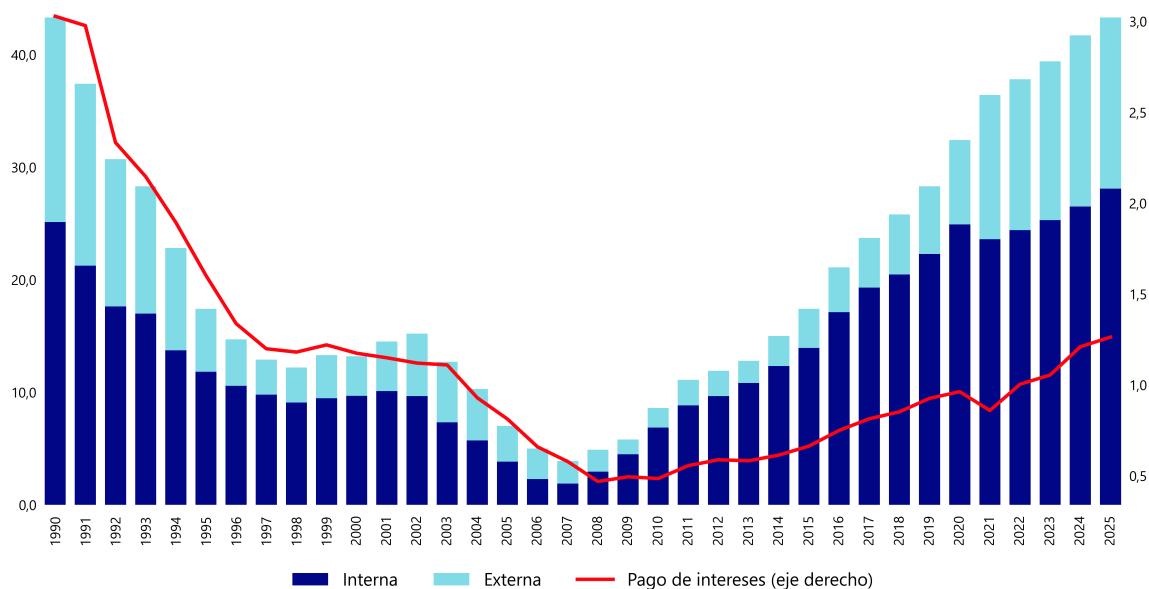
El siguiente gráfico muestra la evolución de la deuda bruta del gobierno central como porcentaje del PIB (datos hasta septiembre 2025), evidenciando que se mantuvo una tendencia al alza, aunque el aumento ha sido menor al de los gobiernos anteriores. Hasta septiembre pasado la deuda bruta había aumentado en 6,9 puntos del PIB, por debajo del aumento de los dos gobiernos anteriores (Bachelet II: 10,9 puntos de aumento, Piñera II: 12,7 puntos de aumento). En septiembre, la deuda bruta llegó a un 43,3 % del PIB, muy cerca del límite de 45 % considerado como prudente por la Ley de Responsabilidad Fiscal. Es probable que el año cierre en un nivel algo superior, aunque la apreciación del peso podría contribuir a moderar el aumento.

Resulta altamente probable entonces que se supere este límite en el próximo gobierno, aunque, como veremos más adelante, el aumento que está registrando el precio del cobre debería

traducirse en un aumento de los activos soberanos.

Por último, el endeudamiento neto de las empresas públicas se ha mantenido relativamente estable en términos del PIB, pasando de un 9,1 % en 2021 a un 9,7 % del PIB en marzo de 2025.

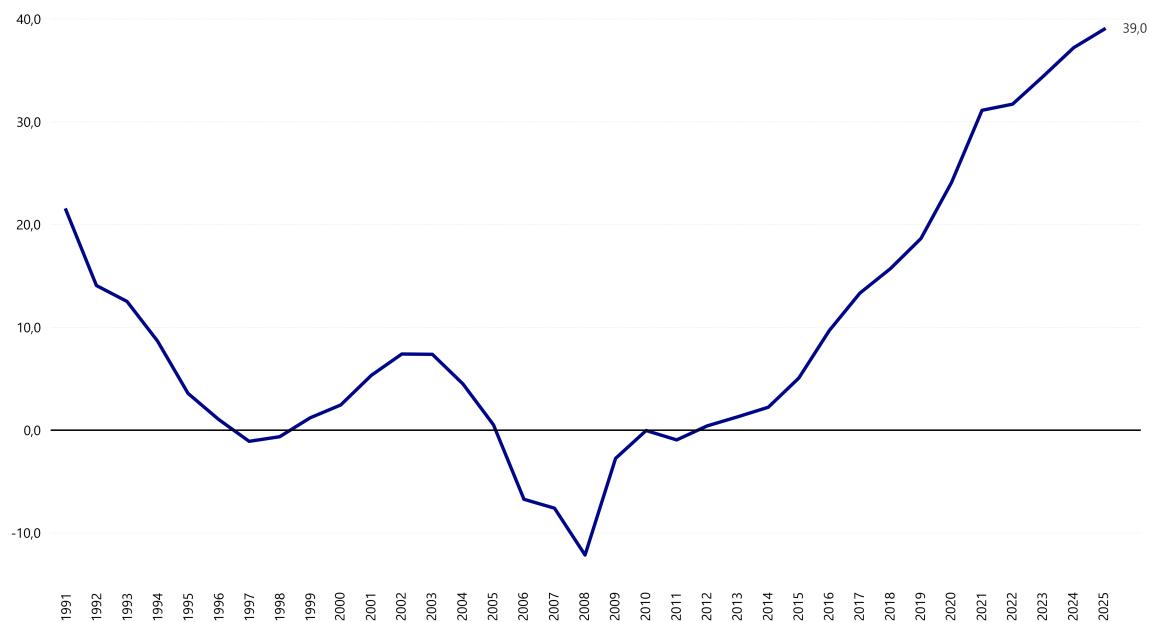
Gráfico N°6: Deuda del Gobierno Central y Pago de intereses (% del PIB)



Fuente: DIPRES

Por otra parte, la deuda neta también muestra una tendencia al alza, aunque más moderada que en los dos gobiernos anteriores.

Gráfico N°7: Deuda Neta del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DIPRES

2026: ¿Cuál será el punto de partida del Balance Fiscal?

El Ministerio de Hacienda proyectó, en el último Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre del año pasado, que para 2026 el balance fiscal efectivo y estructural alcanzaría 1,5 % y 1,1 % del PIB, respectivamente. Sin embargo, existen riesgos concretos tanto en el lado de los ingresos como en el de los gastos que podrían dificultar el cumplimiento de dichas metas.

En materia de ingresos, la menor recaudación prevista para 2025 afecta directamente la recaudación esperada para 2026. Si los ingresos de 2025 se cierran por debajo de lo proyectado, se producirá un efecto de arrastre en la base de estimación del presente año.

Adicionalmente, persisten dudas respecto del rendimiento de la Ley de Cumplimiento Tributario (CT). Hacienda espera obtener este año ingresos adicionales por 0,54 % del PIB y ha estimado una recaudación en régimen de 1,5 % del PIB. Para 2025, se había estimado un rendimiento de 0,25 % del PIB; sin embargo, la evolución acumulada a noviembre de los ingresos tributarios no mineros devela que esta recaudación no se estaría cumpliendo.

Esto confirma lo señalado en el debate parlamentario, donde el FMI advirtió que, a la luz de experiencias comparadas, se debería esperar un rendimiento de la ley más cercano al 0,5 % del PIB, es decir, aproximadamente un tercio de lo estimado por Hacienda al cabo de cuatro años. Con todo, para este año se debería esperar no más de 0,25 % del PIB por CT, menos de la mitad de lo estimado por Hacienda.

La suma de ambos efectos –el efecto de arrastre de 2025 y la menor recaudación esperada de la ley de CT– reduciría los ingresos para 2026 en cerca de \$2.700.000 millones (0,75 % del PIB).

Por el lado del gasto, en la discusión presupuestaria el Ejecutivo no logró precisar con claridad las fuentes de financiamiento asociadas al reajuste del sector público. El componente de gasto sin financiamiento identificado se estima por el Consejo Fiscal Autónomo en \$784.200 millones (0,22 % del PIB).

En suma, la materialización conjunta de estos riesgos en los ingresos y gastos podría elevar tanto el déficit efectivo como el estructural en torno al 1 % del PIB.

Ahora bien, solo por el efecto del precio del cobre, como se explica más adelante, el déficit estructural podría aumentar en 0,5 % del PIB⁵. Mientras que los ingresos efectivos, con un precio promedio anual del cobre de 5,5 US\$/lb, aumentarían en cerca de \$5.000.000 millones, es decir, 1,4 % del PIB.

Con todo, para 2026 el déficit estructural –que es el indicador relevante para definir las metas de balance– alcanzaría el 2,6 % del PIB, muy por sobre el 1,1 % del PIB estimado por Hacienda.

⁵El ajuste cíclico de ingresos de cobre bruto descuenta del ingreso efectivo el componente explicado por un precio del cobre por sobre su nivel de largo plazo. Al ser un ajuste con una variación absoluta, puede darse el caso que ante diferencial de precio elevado el efecto final sobre los ingresos estructurales del cobre bruto resulte en un valor negativo (tal como ocurrió en el primer trimestre de 2021). En este caso, termina restando todos los ingresos de cobre bruto esperados para el 2026, lo que eleva el déficit estructural en 0,5 % del PIB.

El impacto de un mayor precio del cobre

En los últimos tres meses, el precio del cobre ha aumentado de 4,87 US\$/lb a cerca de 5,92 US\$/lb, lo que representa un alza aproximada del 22 % en el período.

El precio de referencia a largo plazo que estimó el Comité de Expertos, convocado por el Ministerio de Hacienda el año pasado, fue de 4,35 US\$/lb. La brecha entre el precio observado y el precio de referencia implica que, conforme a la regla fiscal, los ingresos asociados a este componente cíclico debieran destinarse a financiar el déficit, reduciendo así el aumento de la deuda, y el remanente debería contribuir a recomponer los fondos soberanos.

La recaudación fiscal vinculada al cobre proviene principalmente de (i) royalty e impuestos a la renta pagados por la minería privada y por Codelco, y (ii) del 10 % de las ventas de Codelco⁶. En el Tabla N°3 se presenta la recaudación adicional estimada para distintos niveles de precio promedio del cobre para el año completo de 2026, por encima del precio de referencia.

A modo ilustrativo, con un precio promedio en torno a 5,5 US\$/lb, se proyecta una recaudación del orden de US\$ 5.457 millones, con un rango entre US\$ 4.815 y US\$ 6.420 millones, para distintos supuestos de costos y producción. Considerando como escenario central, los supuestos de costo y producción estimados por DIPRES en el IFP del tercer trimestre de 2025.

Tabla N°3: Recaudación Fiscal Adicional del Cobre por sobre Precio 4,35 US\$/libra (GMP10 + Codelco, MM USD)

Precio cobre (US\$/lb)	Máxima	Esperada	Mínima
5,00	3.557	3.023	2.668
5,25	4.975	4.229	3.731
5,50	6.420	5.457	4.815
5,75	7.691	6.537	5.768
6,00	8.893	7.559	6.670

Fuente: Elaboración propia, con base en la información del Informe de Finanzas Públicas 3T, Ley 21.591 del Royalty Minero.

Nota: Escenarios máximos y mínimos sensibilizan los costos y los niveles de producción respecto de los niveles esperados.

El mayor rendimiento de cada centavo adicional del precio del cobre se explica principalmente por el aumento de la tasa de contribución definida en la nueva ley de royalty. Hasta el año 2023, el impuesto específico a la minería tenía una tasa máxima cercana al 14 % (hoy, 26 %), lo que introduce una mayor progresividad al elevar significativamente la tasa efectiva sobre el margen a precios elevados. Por ejemplo, para los niveles de precio vigentes, la tasa de contribución del royalty supera el 20 %, mientras que antes estaba topada en el 14 %.

El mayor precio del cobre esperado no debería afectar los ingresos estructurales de la minería privada. Sin embargo, en el caso de los ingresos de cobre bruto (Codelco), tendría un impacto

⁶La Ley 21.174 (que derogó la Ley Reservada del Cobre) mantuvo el 10 % de las ventas de Codelco “a beneficio fiscal” como un régimen transitorio de 10 % por 9 años (hasta el 2028), y luego se reduce en 2,5 puntos porcentuales por año en los 3 años previos al término, hasta extinguirse el 2031.

negativo adicional, ya que, por metodología, dichos ingresos se restarían de los ingresos estructurales, del orden de 0,5 % del PIB.

Se puede lograr la consolidación fiscal durante la próxima administración

La consolidación fiscal, entendida como el nivel de balance fiscal que estabiliza la deuda pública como porcentaje del PIB, ha sido una de las metas de la futura administración.

Entre las medidas para ajustar el balance fiscal se encuentran un aumento de los ingresos estructurales y/o un ajuste del gasto público. Para lograr una mejora de los ingresos estructurales, en ausencia de aumentos de impuestos, se requiere un crecimiento del PIB tendencial por encima del nivel actual de 2,1 %. Durante los próximos cuatro años se puede avanzar en reformas estructurales que permitan aumentar el crecimiento de tendencia y, en consecuencia, los ingresos estructurales (0,16 % del PIB por cada punto porcentual adicional de PIB). Sin embargo, en un escenario realista, los frutos de las reformas estructurales se podrán ver en un plazo de cuatro a cinco años; es decir, difícilmente durante la próxima administración.

Por el lado del gasto, la realidad es que cerca del 70 % del presupuesto está definido por leyes permanentes y una fracción muy significativa de ese componente corresponde a programas sociales. Ahí están programas como la Pensión Garantizada Universal (PGU), las subvenciones escolares, el per cápita de salud municipal y la alimentación escolar, entre otros. Esto no significa que estos programas no puedan ajustarse, pero, en lo sustutivo, es más bien una definición de política que de eficiencia.

Por eso, las oportunidades reales de contención no pasan por recortar el gasto social de programas con buenas evaluaciones, sino por focalizarse en otras áreas, identificadas por la Comisión de Reformas Estructurales del Gasto Público, donde sí hay margen. Por ejemplo, reducir la sobredotación de personal, cerrar programas mal evaluados, terminar con abusos como las licencias médicas fraudulentas, impedir el acceso a beneficios cuando no se cumplen los requisitos y disminuir la evasión en el transporte público son casos concretos de una agenda que mejora la eficiencia, sin entrar en la necesidad de recortar el gasto social que está bien evaluado.

La literatura es clara al mostrar que la política es un factor decisivo en el resultado de los procesos de consolidación fiscal. El próximo gobierno tendrá una “ventana de oportunidad”: con un respaldo ciudadano cercano al 60 % en la última elección presidencial, podrá impulsar su promesa de ajuste fiscal con mayor legitimidad y urgencia. El mandato de la ciudadanía es claro, para poner fin a los abusos y a las ineficiencias en el uso de los recursos públicos y avanzar hacia un Estado que facilite y no obstaculice la inversión y el crecimiento.

Pero, asumiendo que el punto de partida del déficit estructural es de 2,6 % del PIB (1,3 % del PIB de déficit primario), se requiere un ajuste de al menos 1,3 % del PIB; esto resultará desafiante y, según las estadísticas del FMI, se logra en solo el 30 % de los casos.

El decreto de responsabilidad fiscal que deberá definir el próximo gobierno debe procurar que su propuesta se realice con base en una proyección de ingresos conservadora, un gasto que crezca durante los próximos cuatro años a un ritmo inferior al de la economía y el control de

las necesidades de financiamiento “bajo la línea”. La combinación de estas medidas contribuirá a reducir el déficit por debajo del 1 % del PIB, lo que permitirá estabilizar la deuda pública por debajo del 45 % del PIB a mediano plazo.

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

enero 2026



MODIFICACIONES LEGALES ENERO

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 DERECHO DE AGUAS – Enero 2026: Plazo pago de patentes por No Uso de Derechos de Aprovechamiento de Aguas

Informe preparado por Felipe Hargous

El día 15 de enero de 2026 se publicó el listado de los titulares de derechos de aguas que deben pagar sus patentes por no uso.

Te invitamos a revisar tus inscripciones en materia de derechos de aguas, tanto subterráneas como superficiales, y verificar si estás o no en la nómina.

Nuestro equipo está disponible para asesorarte en cada etapa de este proceso, desde la revisión de tus inscripciones y el análisis de eventuales riesgos, hasta la preparación de reclamos y gestiones administrativas necesarias para resguardar tus derechos.

Si necesitas orientación o apoyo legal especializado, no dudes en contactarnos.

BOOK REVIEW

Fortuna

enero 2026



“Fortuna”

Ángel Soto

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

Las vacaciones son un tiempo precioso para leer novelas. Por esa razón, en este *Book Review* me permito recomendar *Fortuna* (*Trust*), escrita por el argentino Hernán Díaz, una de las novelas más comentadas y premiadas en los últimos años. *The New Yorker* y *Esquire* la incluyeron entre los mejores libros de 2022; al año siguiente ganó el Premio Pulitzer y recientemente fue adaptada por HBO en una serie del mismo nombre, dirigida por Todd Haynes y protagonizada por Kate Winslet.

Díaz ha señalado que la motivación central de la novela fue reflexionar sobre el capital y el dinero, particularmente en un período indicado como los felices –o locos– y trágicos años veinte del siglo pasado, culminados por el Crack de Wall Street en 1929. *Fortuna* no es, por tanto, solo una historia sobre grandes fortunas, sino que aborda el control del dinero y el poder.

La estructura narrativa está compuesta por cuatro libros diferentes que abordan una misma realidad desde perspectivas diversas e incluso en ocasiones contradictorias. Primero, una novela dentro de la novela que presenta la historia de los protagonistas. Luego, un documento histórico centrado en la figura de un magnate real, asociado al protagonista (Benjamín). El tercero adopta la forma de una autobiografía redactada por su secretaria, quien proviene de un mundo social distinto e incluso opuesto. Finalmente, el cuarto corresponde a un diario íntimo, con los apuntes personales de la esposa. El lector es quien irá encajando las piezas de los relatos cual detective, en palabras de su propio autor, y decide qué es lo real, lo manipulado y las voces silenciadas.

La historia transcurre en el Nueva York de los años veinte, en el corazón del mundo financiero, cuando se consolidan grandes fortunas y se incuban las tensiones que desembocan en la crisis de 1929. En ese escenario se mueven Benjamín y Helen Rask.

Benjamín es un prestigioso magnate financiero, heredero de una familia ligada al mundo de las finanzas. Helen es la joven hija de aristócratas excéntricos que ha pasado la mayor parte de su vida en Europa. Ambos representan para muchos esa élite rodeada de dinero, extravagancia y distancia social.

Helen dedica una parte importante de su fortuna a apoyar artistas y a la filantropía. En 1929, mientras Wall Street se derrumba, la riqueza de los Rask apenas se resiente, e incluso aumenta. Esa aparente inmunidad despierta sospechas: Benjamín es acusado de haber manipulado el mercado y enriquecerse con el estallido de la burbuja, dado que la crisis lo hace más rico. Desde esa posición de poder, se defiende utilizando el dinero, la influencia y el poder. Pero la novela deja abierta una pregunta: ¿él es el verdadero culpable o es Helen, quien detrás de una figura tranquila esconde los secretos de la fortuna?

En lo personal, *Fortuna* me hizo recordar la lectura de *The Lords of Finance*, de Liaquat Ahmed, cuya historia también se centra en la crisis financiera de 1929 a través de las decisiones de cuatro influyentes banqueros en Inglaterra, Francia, Alemania y Estados Unidos. Otras novelas

que también abordan el período son *Las uvas de la ira* de John Steinbeck –también ganadora del Pulitzer–; *Trilogía USA* de John Dos Passos y *Mientras agonizo y Luz de agosto* de William Faulkner, entre otras.

Unas abordan el Crack del 29 desde la lógica institucional y las decisiones macroeconómicas; otras –como *Fortuna*– desde la ambigüedad moral y la subjetividad.

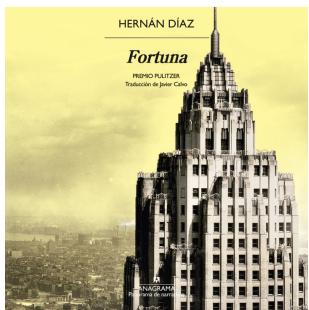
Historia y novela no se sustituyen, se complementan, ofreciendo al lector una comprensión rica del pasado.

Fortuna es novela de ficción, no historia. Sin embargo, logra reconfigurar el pasado y nos transporta a él. Se permite licencias, silencios y ambigüedades que la rigurosidad del archivo y el dato del historiador no permiten. El límite es la construcción de realidades históricas poderosas en un cruce de imaginación y realidad.

No hay duda de que su lectura será adictiva, entretenida, inteligente y provocadora. Muy recomendable para este verano, acompañándonos en el descanso y dejando preguntas abiertas al terminar el libro. Que la disfruten.

Hernán Díaz

Fortuna (Anagrama: 2023).



UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

PUBLICACIÓN CENTRO DE ESTUDIOS

FINANCIEROS ESE BUSINESS SCHOOL

DIRECTORA

María Cecilia Cifuentes,

Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile

✉ mceciliacifuentes.ese@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.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 intervenientes 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.