



INFORME GEMINES **N° 552**

# INFORME GEMINES

## SEPTIEMBRE 2026

### EQUIPO EDITORIAL

#### Coordinador general

Alejandro Fernández Beroš

#### Gerencia general

Tomás Izquierdo Silva

#### Consejo técnico

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

Marcela Ruiz-Tagle O.

# INFORME GEMINES

## SEPTIEMBRE 2026

### ÍNDICE

#### 01 DESTACAMOS

|                    |      |
|--------------------|------|
| Resumen a destacar | ..02 |
|--------------------|------|

#### 02 PANORAMA GENERAL

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| 2.1 La importancia del corto plazo | ..04 |
|------------------------------------|------|

#### 03 TEMA ESPECIAL

|                                                                                                                          |      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 3.1 La deuda pública y las tasas de Interés en alza están poniendo a prueba las finanzas y forzando decisiones difíciles | ..06 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|

#### 04 COYUNTURA NACIONAL

|                                                                                          |      |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 4.1 Cuentas externas y tipo de cambio: Menor dinamismo exportador y tipo de cambio débil | ..14 |
| 4.2 Actividad y gasto: El difícil despegue de la economía                                | ..16 |
| 4.3 Empleo y remuneraciones: Lo más desafiante                                           | ..19 |
| 4.4 Inflación y política monetaria: El Banco Central acorralado                          | ..21 |

# 1. DESTACAMOS

## Panorama general

- El gobierno, y al parecer principalmente el ministro de Hacienda, han cometido un error político estratégico. Anunciaron grandes reformas, que harían más atractiva la inversión, a sabiendas que su eventual aprobación y promulgación demorarían muchos meses. (Pág. N°5).
- Se exacerbó la sensación de crisis heredada en materia fiscal, reseñando un escenario de crisis y falta de recursos, que no hizo más que deteriorar adicionalmente las expectativas económicas, no solo de empresas, también de los hogares. (Pág. N°5).
- Es necesario priorizar la generación de empleos, con un mix de iniciativas de inversión pública que sean de rápido inicio, centradas en construcción de infraestructura pública, además de acelerar la aprobación de programas de subsidio para la vivienda. A ello se pueden sumar otros estímulos, como sería un fondo de recursos relevante que permita otorgar subsidios focalizados al empleo, privilegiando los segmentos más afectados. (Pág. N°6).
- No hay elecciones internas hasta 2028, veamos si, con habilidad, se aprovecha esta crisis para realizar reformas que nos permitan retomar el camino perdido hacia el desarrollo económico. La aprobación de la mega reforma es un primer paso, aprovechemos de avanzar en otras centrales, como flexibilizar el mercado laboral y realizar una modernización del Estado, los beneficios serían muy relevantes en una perspectiva de largo plazo. (Pág. N°7).

## Tema especial

- En un mundo con poca deuda y bajas tasas de interés, los gobiernos podían eludir decisiones difíciles financiándose con más préstamos, confiados en que el crecimiento económico aumentaría la recaudación para atender el servicio de la deuda y, con el tiempo, amortizarla. Ese mundo ya no existe. Cada centavo de la deuda pública que no está compensado por la recaudación encierra un futuro con más impuestos o menos gastos, aunque más no sea para saldar los intereses de la nueva deuda. Pasado cierto nivel de deuda, surgen decisiones penosas, ya sea en forma de austeridad, inflación, represión financiera e incluso cesación de pagos. (Pág. N°10).
- A la hora de equilibrar la credibilidad y la flexibilidad, aflora otro dilema. Los gobiernos necesitan espacio para poder responder a los shocks, pero también deben asegurarles a los mercados y a los ciudadanos que mantendrán la deuda

bajo control. Abalanzarse a recortar el gasto y subir los impuestos o atarse a reglas fiscales inflexibles, como un tope de deuda demasiado restrictivo, pueden profundizar una recesión; además, ignorar el déficit puede suscitar una reacción negativa del mercado, como ocurrió durante la crisis de deuda de la zona del euro. (Pág. N°12).

- Un tercer dilema es si conviene invertir ahora o conservar recursos necesarios para factores apremiantes como la seguridad nacional, los shocks, la transición climática, la inclusión social y el desarrollo: por cada dólar que se gasta hoy, queda menos protección ante la próxima crisis, y en un mundo de crisis frecuentes, la disyuntiva es complicada. Los países que agotan la capacidad de endeudamiento cuando todo anda bien quedan gravemente expuestos en la próxima recesión o catástrofe. No se trata de planificar con optimismo inefable, sino de preparar estrategias fiscales que funcionen cuando posiblemente ya esté acechando otra crisis. (Pág. N°12).
- Cuanto más se posponen las decisiones difíciles, más abrupto y oneroso es el ajuste cuando los acreedores o la realidad fiscal finalmente obligan a actuar; lo que es peor, hay menos gente para pagar la cuenta. Entre tanto, las transferencias, otros gastos corrientes y el servicio de la deuda pueden desplazar la inversión en educación, tecnología e infraestructura, quitándole prosperidad a la próxima generación. La economía política ahonda el problema. (Pág. N°13).
- En economías tanto avanzadas como de mercados emergentes, muchas personas no comprenden cuestiones fiscales básicas. Por ejemplo, apenas un 42% de los encuestados comprendía que un aumento de los impuestos o un recorte del gasto reduce el déficit público, y más del 60% subestimaba la relación deuda/PIB de su país, especialmente en países muy endeudados. Si la gente cree que la deuda no es tan elevada ni perjudicial, naturalmente pensará que los llamados a la reforma fiscal son exagerados o tienen motivaciones políticas. (Pág. N°14).

### Coyuntura nacional

- La persistencia del conflicto en el Golfo Pérsico, negativas expectativas internas, la percepción de ciertas debilidades en el manejo macroeconómico del gobierno y el consecuente retraso en la aparición de señales claras de reactivación (actualmente inexistentes), se complementan para mantener el asedio sobre el peso que, probablemente se mantendrá, al menos en el corto plazo, sujeto a presiones bajistas no obstante el elevado precio del cobre. (Pág. N°18).
- Este año esta jugado, será muy pobre, esperamos un crecimiento entre 0,5 y 1,0 % para el PIB. Si el sector externo nos acompaña, y el gobierno toma las iniciativas

correctas para impulsar la inversión y el empleo, el próximo podría ser bastante mejor, con una expansión por sobre el 3 %. (Pág. N°20).

- Es bueno que se haya instalado, finalmente, la idea de crisis del mercado laboral. Ello entrega una ventana de oportunidad para que se generen iniciativas de políticas públicas que ayuden a atacar el fondo del problema. (Pág. N°21).
- El caso por una política monetaria más restrictiva ha ganado fuerza, aumentando la probabilidad de un alza en la TPM antes de fin de año, tal vez, en la reunión de diciembre. Lo anterior se justifica no solo por la rebeldía de la inflación doméstica, sino porque es probable que se produzcan alzas de tasas de política en varios países desarrollados, incluyendo a Estados Unidos que es el más relevante. A lo anterior hay que agregar la persistencia de otros shocks inflacionarios. (Pág. N°23).

## 2. PANORAMA GENERAL

### 2.1 La Importancia del Corto Plazo

John Mainard Keynes, el famoso economista británico, acuñó la frase “en el largo plazo estaremos todos muertos”. En parte dicho pensamiento cobra relevancia en la actual coyuntura político-económica de nuestro país. Nadie, al menos en el ámbito técnico, desconoce que la aprobada reforma de reconstrucción; el conocido proyecto de reforma al mercado de capitales, o el que se espera que flexibilice el mercado laboral, apuntan a promover la inversión, el empleo y el crecimiento. Sin embargo, el timing de los efectos importa mucho, máxime en estos tiempos en que la ciudadanía quiere respuestas rápidas, casi en tiempo real. Lo cierto es que “la ventana de tiempo” de apoyo político, que permite cierto grado de gobernanza, es cada vez más breve.

A la luz de lo anterior, el gobierno, y al parecer principalmente el ministro de Hacienda, han cometido un error político estratégico. Anunciaron grandes reformas, que harían más atractiva la inversión, a sabiendas que su eventual aprobación y promulgación demorarían muchos meses. Ello, como lo recogen encuestas, o el propio Informe de Percepción de Negocios, que publica el Banco Central, explica parte relevante de la postergación de decisiones de inversión, a la espera que se aprobaran las iniciativas y, de ser así, conocer su contenido definitivo.

Agreguemos, como lo hemos dicho en informes anteriores, que se exacerbó la sensación de crisis heredada en materia fiscal, reseñando un escenario de crisis y falta de recursos, que no hizo más que deteriorar adicionalmente las expectativas económicas, no solo de empresas, también de los hogares.

Si a lo anterior agregamos elementos exógenos a la responsabilidad de este gobierno, como es el shock de precios del petróleo y sus derivados, o la crisis que ya traía el mercado laboral, construimos un escenario en el cual era utópico, o al menos poco realista, pensar que se generaría un repunte en el ritmo de crecimiento. La realidad, como hemos observado, es que no sólo dicho repunte no se produjo sino, peor aún, provocamos un virtual estancamiento de la actividad, llegando, en los hechos, a una situación de recesión técnica.

El Banco Central, por su parte, en su informe de política monetaria de junio (IPOM), le echaba la culpa del bajo crecimiento a factores puntuales y transitorios de oferta, asociados a los sectores de recursos naturales, desconociendo los problemas que muchos anunciábamos, referidos a la debilidad de la demanda. Recién ahora, en su IPOM

de septiembre, se hace cargo de este tema y, más aún, entrega un rol central a las expectativas y al mercado laboral para explicar la debilidad de la demanda.

Si el gobierno quiere dar viabilidad a sus objetivos de crecimiento, terminando el período presidencial creciendo al 4,0 %, tiene que trabajar simultáneamente en dos horizontes de tiempo. En el corto plazo debe empujar con fuerza iniciativas que favorezcan un rápido repunte de la inversión y el empleo. Mirando a plazos más largos, sumar a la mega reforma, la del mercado de capitales; la de flexibilización del mercado laboral, y la de modernización del Estado.

Volviendo al corto plazo, es necesario priorizar la generación de empleos, con un mix de iniciativas de inversión pública que sean de rápido inicio, centradas en construcción de infraestructura pública, además de acelerar la aprobación de programas de subsidio para la vivienda (DS 19 y 49, entre otros), hoy retrasados respecto de su calendario original. A ello se pueden sumar otros estímulos que actúen rápido, como sería un fondo de recursos relevante que permita otorgar subsidios focalizados al empleo, privilegiando los segmentos más afectados.

Recientes declaraciones del ministro de Hacienda apuntan a que se anunciarán, prontamente, iniciativas en línea con lo anterior, las que estarían operando hacia el cuarto trimestre del año. Lo celebramos, aunque nos parece que la respuesta ha sido tardía.

#### - Aprovechar el Momentum

Las crisis generan oportunidades. Así como el desborde de la delincuencia y el crimen organizado, desatados desde hace años, está permitiendo consensos para la aprobación de leyes que fortalecen la capacidad de respuesta por parte del Estado, la crisis del mercado laboral abre un espacio para aprobar reformas que tiendan a flexibilizar su operación.

Esto último, no sólo contribuiría a bajar el nivel crítico del desempleo en los próximos años sino, muy importante, contribuiría eventualmente a incrementar el crecimiento tendencial de la economía en el largo plazo. La razón principal, el factor trabajo se hará más escaso en el mediano y largo plazo, por factores demográficos, y una reforma laboral bien diseñada puede incrementar la tasa de participación en el mercado laboral, tasa que es particularmente baja en el caso de las mujeres.

Algo similar sucede con la modernización del Estado. El mal uso de recursos públicos, que en algunos casos se explica abiertamente por delitos que están siendo investigados, abre una oportunidad de construir un apoyo político suficiente, para avanzar hacia un estado más eficiente, más efectivo y rápido en su capacidad de respuesta.



Reformas en esa línea, particularmente por su impacto en la regulación económica y la “permisología”, realizarían también un aporte más permanente sobre la capacidad de crecimiento de largo plazo. Sabemos que avanzar en estos temas no es fácil, que hay muchos intereses creados y que, en mayor o menor medida, el Estado está capturado por dichos grupos de interés. Ello no significa que, aprovechando un diagnóstico bastante crítico respecto al funcionamiento del Estado, no se haga el intento de modernizar su operación. Crear una comisión con un amplio espectro de representación política es al menos un buen comienzo.

Si nos ponemos ambiciosos, hacerse cargo de la crisis de la educación es otro gran desafío. Lo central es calidad y contingencia. Mejorar la calidad de la educación escolar es prioritario. Aumentar la oferta de educación técnico profesional, en desmedro de la universitaria, es esencial si queremos oferta de trabajadores que converse adecuadamente con la demanda de mano de obra de nuestro sistema productivo. En la misma línea, generar incentivos tributarios para incrementar el presupuesto de I+D es también urgente. Vincular investigación universitaria con las necesidades de nuevas tecnologías de nuestras industrias, puede generar un alto impacto sobre la productividad en el largo plazo.

Sabemos que desde el año 2013 en adelante, se hicieron reformas que le quitaron fuerza a nuestra capacidad de crecimiento económico. El costo ha sido muy alto, con un virtual estancamiento en el ingreso de las familias. Aunque entre otros factores, es evidente que éste ponderó mucho para entender el estallido social de 2019. El actual gobierno llegó al poder con un discurso de país en crisis, con el eslogan de un gobierno de emergencia. No hay elecciones internas hasta 2028, veamos si, con habilidad, se aprovecha esta crisis para realizar reformas que nos permitan retomar el camino perdido hacia el desarrollo económico. La aprobación de la mega reforma es un primer paso, muy importante, queremos más.

**Tomás Izquierdo Silva**  
tizquierdo@gemines.cl

### 3. TEMA ESPECIAL

#### 3.1 La deuda pública y las tasas de interés en alza están poniendo a prueba las finanzas y forzando decisiones difíciles<sup>1</sup>

Chile se enfrenta a una compleja situación fiscal cuya solución se ha pospuesto por demasiado tiempo. Este artículo, uno de cuyos autores es el ex ministro de hacienda Rodrigo Valdés, expone los desafíos y dificultades que impone la existencia de un elevado nivel de deuda y la necesaria corrección de dicha situación.

La política fiscal plantea incesantes dilemas: qué prioridades se financian, quién se beneficia de una menor carga impositiva y en qué condiciones. Hasta hace poco, los gobiernos no tenían que decidir de inmediato porque podían negociar préstamos favorables. Pero las cosas han cambiado: la deuda es más cara y acumula volúmenes históricos, al tiempo que crece la demanda de fondos públicos cada vez más escasos. Las sociedades pueden lograr conciliar estas prioridades contrapuestas únicamente con algo que suele pasar inadvertido y que no abunda: la confianza ciudadana.

Ya antes de la pandemia de COVID-19, la deuda pública no dejaba de aumentar. En muchas democracias, las plataformas políticas se inclinaron por engrosar el gasto y el déficit, aplazando la reforma estructural. El crecimiento económico moderado, el costo sanitario asociado al creciente envejecimiento de la población y la renuencia a subir los impuestos no hicieron más que empeorar la situación. Las decisiones difíciles se postergaron y la deuda siguió creciendo, apuntalada por las tasas de interés inusitadamente bajas de las dos últimas décadas.

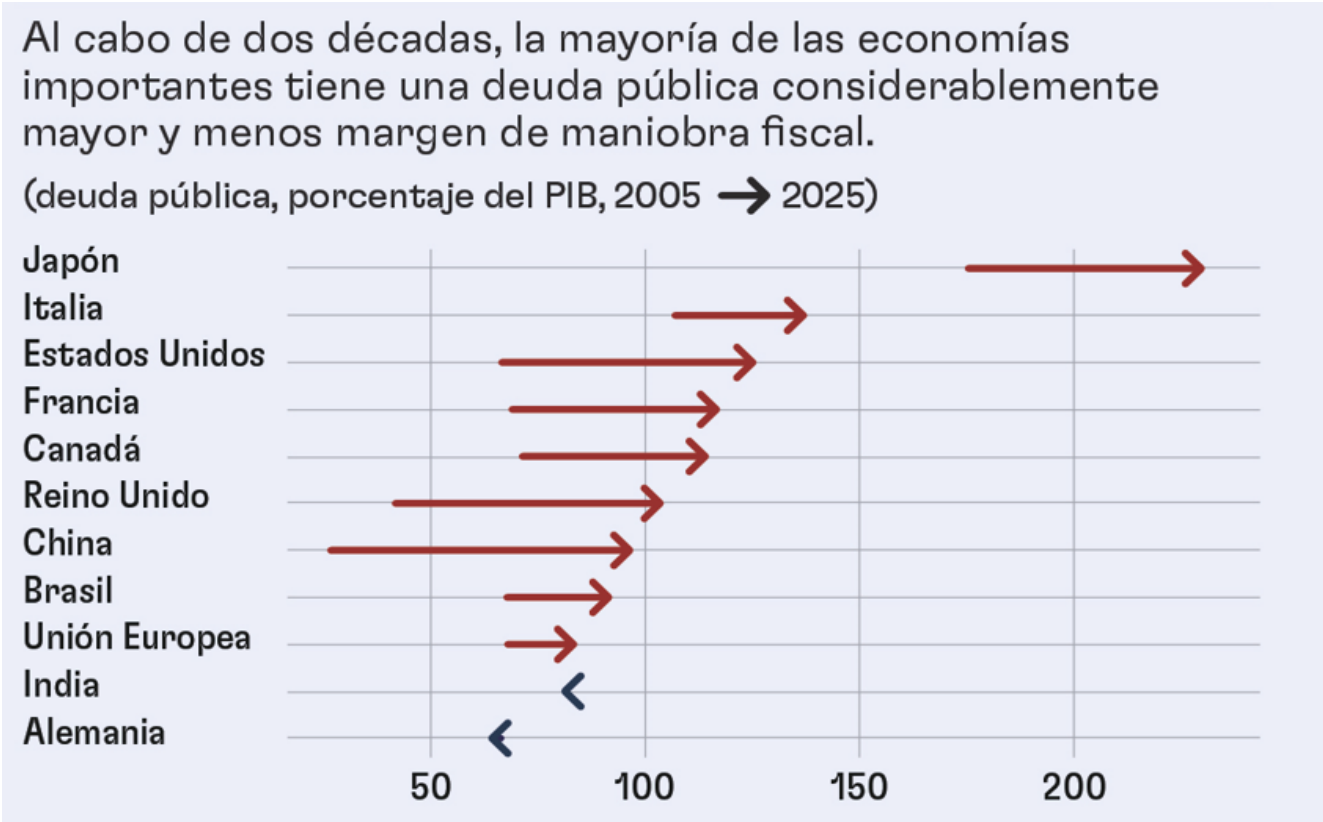
En 2020, ante el peor colapso económico desde la Gran Depresión, los gobiernos comenzaron a endeudarse con holgura. La deuda de las economías avanzadas saltó decenas de puntos porcentuales del PIB; en algunas, a más del 120% (gráfico 3.1). Aunque con más cautela, los países de mercados emergentes y de ingreso bajo siguieron la misma pauta. Esa reacción evitó un desenlace más catastrófico. Pero, aunque su nivel en muchos casos se estabilizó, la deuda ya no es barata.

---

<sup>1</sup> IMF Finance & Development, marzo 2026. Publicado en inglés como "Mounting public debt and rising interest rates are stretching finances and forcing difficult decisions" por Era Dabla-Norris y Rodrigo Valdés.

Hoy en día, las autoridades están viviendo la versión fiscal de un COVID persistente: tasas de interés más altas y deuda cada vez más costosa. La deuda pública mundial trepó al 93,9% del PIB en 2025 y va camino de superar el 100% para 2028, niveles nunca vistos en tiempos de paz y que representan un punto de inflexión para la política económica y la política en general. Entre tanto, hay fuerzas estructurales a largo plazo —el envejecimiento de la población, el cambio climático, las crecientes demandas sociales y, en los países de ingreso bajo, la disminución de los flujos de ayuda y el costo siempre elevado del endeudamiento— que siguen presionando los presupuestos, al tiempo que las incipientes tensiones geopolíticas obligan a invertir en defensa y política industrial.

GRAFICO N° 3.1  
Una Carga de Deuda más Pesada



Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial (informe WEO).

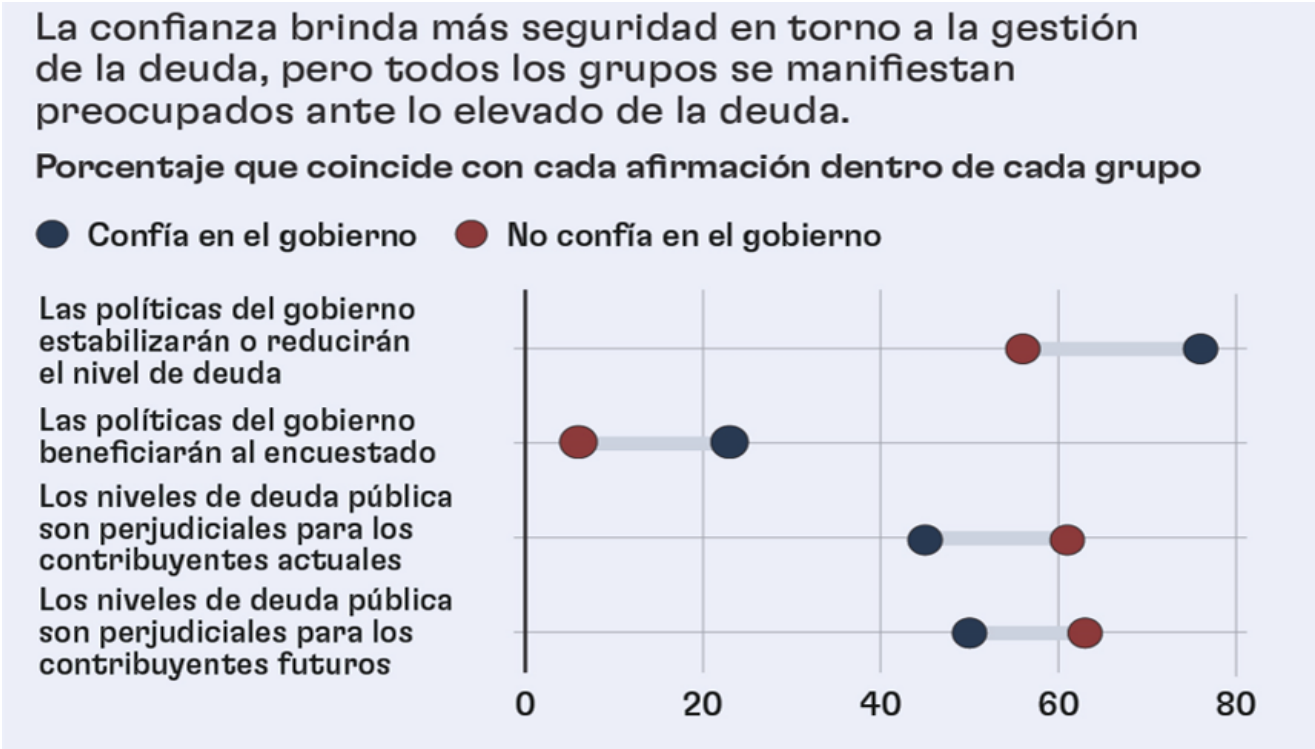
## - La Carga de la Deuda

La era de las tasas de interés ultra bajas ha finalizado, pero las tendencias del crecimiento económico no han cambiado mucho. En poco tiempo, el costo del endeudamiento se duplicó o triplicó. Los intereses son una partida más pesada dentro del presupuesto y desplazan otras prioridades. En Estados Unidos, por ejemplo, los pagos netos por intereses pasaron de alrededor del 2% del PIB antes de la pandemia al 4,2% en 2025 —superando el gasto en defensa— y presuntamente seguirán aumentando. En los países de ingreso bajo, los intereses consumen en promedio el 21% de la recaudación.

Una deuda abultada resta margen de maniobra para afrontar crisis, trastorna la economía general al encarecer el capital, complica la política monetaria y genera represión financiera. A la vez, puede hacer peligrar la estabilidad financiera, sobre todo en los mercados emergentes, si las tasas de rendimiento suben cuando los inversionistas comienzan a dudar de la capacidad del gobierno para cumplir con sus obligaciones. La desmejora de las condiciones de financiamiento puede provocar ajustes más drásticos y repentinos; en palabras del economista Rudi Dornbusch, las crisis tardan mucho más en llegar de lo que uno cree y luego ocurren más rápido de lo que uno se imagina. A niveles elevados, la deuda también desvía recursos de la renta nacional hacia los acreedores en detrimento de otras necesidades.

En un mundo con poca deuda y bajas tasas de interés, los gobiernos podían eludir decisiones difíciles financiándose con más préstamos, confiados en que el crecimiento económico aumentaría la recaudación para atender el servicio de la deuda y, con el tiempo, amortizarla. Ese mundo ya no existe. Cada centavo de la deuda pública que no está compensado por la recaudación encierra un futuro con más impuestos o menos gastos, aunque más no sea para saldar los intereses de la nueva deuda. Pasado cierto nivel de deuda, surgen decisiones penosas, ya sea en forma de austeridad, inflación, represión financiera e incluso cesación de pagos. El dilema es insoslayable: ante un espacio fiscal limitado, ¿cuáles serán los sacrificios y en quién recaerán?

GRAFICO N° 3.2  
La Confianza Nutre el Optimismo



Fuente: Bianchi, Dabla-Norris y Khalid (2025)

Nota: La confianza se mide según el acuerdo con la “confianza en que el gobierno actúa como corresponde”; las respuestas neutrales se agrupan con las negativas.

- Dificultad fiscal

El tamaño del gobierno representa una encrucijada clásica. Gracias a la mejora de los niveles de vida, los ciudadanos esperan contar con redes de protección social fiables, atención de la salud y educación asequibles, una inversión pública sólida y protección contra riesgos cada vez más variados, incluidos los fenómenos meteorológicos extremos y las pandemias. Después de la Segunda Guerra Mundial, las economías avanzadas ampliaron considerablemente el Estado de bienestar; muchas volvieron a hacerlo tras la crisis financiera internacional de 2008 y en respuesta a la pandemia de COVID-19. Las economías de mercados emergentes afrontan fuertes presiones para reforzar las redes de protección aún limitadas, ya que la ciudadanía exige crecimiento con equidad. El problema es que el deseo de prestaciones suele superar la voluntad social de recaudación, y los recortes de impuestos no siempre van seguidos de una moderación del gasto. Los gobiernos no pueden ofrecer prestaciones al estilo de los países nórdicos

sin reproducir su tributación; incluso con ese nivel de impuestos, el envejecimiento de la población y otros factores de presión desafían la aritmética.

A la hora de equilibrar la credibilidad y la flexibilidad, aflora otro dilema. Los gobiernos necesitan espacio para poder responder a los shocks, pero también deben asegurarles a los mercados y a los ciudadanos que mantendrán la deuda bajo control. Abalanzarse a recortar el gasto y subir los impuestos o atarse a reglas fiscales inflexibles, como un tope de deuda demasiado restrictivo, pueden profundizar una recesión; además, ignorar el déficit puede suscitar una reacción negativa del mercado, como ocurrió durante la crisis de deuda de la zona del euro. El quid de la cuestión es comprometerse firmemente con la sostenibilidad sin paralizar con rigideces la formulación de políticas. Eso requiere anclas fiscales creíbles a mediano plazo con salvedades para shocks atípicos; planes transparentes que prioricen la inversión sin abandonar a los grupos más vulnerables, y marcos institucionales que promuevan la confianza sin inmovilizar al gobierno frente a una desaceleración grave. Lograr el equilibrio adecuado jamás ha sido tan importante ni tan difícil.

Un tercer dilema es si conviene invertir ahora o conservar recursos necesarios para factores apremiantes como la seguridad nacional, los shocks, la transición climática, la inclusión social y el desarrollo: por cada dólar que se gasta hoy, queda menos protección ante la próxima crisis, y en un mundo de crisis frecuentes, la disyuntiva es complicada. Los países que agotan la capacidad de endeudamiento cuando todo anda bien quedan gravemente expuestos en la próxima recesión o catástrofe. No se trata de planificar con optimismo inefable, sino de preparar estrategias fiscales que funcionen cuando posiblemente ya esté acechando otra crisis.

Hoy, cada decisión presupuestaria beneficiará o perjudicará explícitamente a alguien en un momento determinado, y resulta más complicada en términos de la economía política. ¿Quién o qué recibe prioridad? ¿Cuánta recaudación se le destina, privando a otros programas? Son preguntas que ya no es posible camuflar con deuda nueva, y darles, como corresponde, una respuesta clara resulta más que difícil.

#### - Cuestiones intergeneracionales

Una deuda pública abultada no es solamente un problema macroeconómico; es también una cuestión de equidad intergeneracional. Como bien dijo Edmund Burke, la sociedad es un pacto entre los que viven, los que ya no viven y los que están por nacer. Gracias a la deuda, es posible financiar proyectos que promueven el crecimiento, amortiguar un golpe o distribuir mejor los gastos a lo largo del tiempo, pero un déficit persistente está financiado con deuda endosada a los trabajadores y los contribuyentes del mañana. Cuando la deuda es grande y las tasas de interés suben, se canalizan más

recursos públicos hacia los tenedores de bonos que hacia los bienes públicos, una transferencia que continúa mientras la deuda existe y que se intensifica si la deuda crece.

El perfil demográfico añade dos complicaciones. A medida que la sociedad envejece, el costo de las pensiones y de la atención médica comienza a crecer más rápido que la recaudación. Y cuando las tasas de natalidad se desploman, ese costo recae en una fuerza laboral cada vez más pequeña. Las economías avanzadas tienen hoy unos tres trabajadores por cada jubilado, a diferencia de los cuatro que había aproximadamente en 2000, y para 2050 tendrán dos (OCDE, 2025).

Además, muchas obligaciones en materia de pensiones y salud siguen fuera del balance del Estado y, a medida que la población avanza en años, estos pasivos implícitos afloran en los presupuestos, a menudo con efectos desestabilizadores. Esto plantea alternativas poco gratas: subir los impuestos, recortar las prestaciones o cruzarse de brazos y tomar más deuda.

Cuanto más se posponen las decisiones difíciles, más abrupto y oneroso es el ajuste cuando los acreedores o la realidad fiscal finalmente obligan a actuar; lo que es peor, hay menos gente para pagar la cuenta. Entre tanto, las transferencias, otros gastos corrientes y el servicio de la deuda pueden desplazar la inversión en educación, tecnología e infraestructura, quitándole prosperidad a la próxima generación. La economía política ahonda el problema. El electorado general se resiste a los recortes de prestaciones percibidas o prometidas, y la tercera edad puede ser un bloque especialmente poderoso en las urnas.

Los políticos prefieren evitar medidas impopulares como el aumento de la edad de jubilación, el recorte de las prestaciones o la ampliación de la base impositiva, y por eso optan por más deuda. Este sesgo hacia el presente plantea importantes cuestiones de equidad. Los jóvenes ven cómo se acumula la deuda y sospechan que al jubilarse les tocará pagar más impuestos a cambio de menos servicios públicos. La confianza y el contrato social entre generaciones se desgastan. Por su parte, cuando ven que el ajuste fiscal se pospone indefinidamente, los mercados financieros exigen primas por riesgo más altas o se repliegan.

Ahora bien, el endeudamiento no es intrínsecamente malo para los jóvenes. La deuda puede ayudar a construir un futuro mejor si alimenta el crecimiento o evita recesiones profundas. Las inversiones en infraestructura, educación y resiliencia climática financiadas con deuda pueden beneficiar a la sociedad del futuro. Lo preocupante es que un nivel excesivo de deuda nueva financia el consumo presente o la postergación de decisiones difíciles, lo cual traslada a los futuros contribuyentes una mayor parte de la carga en lugar de recaer en los que hoy se benefician. Corresponde



preguntarse si le estamos dejando a la próxima generación un mundo mejor y más próspero o sencillamente que paguen los platos rotos.

Si la tarea de la política fiscal es distribuir los costos a lo largo del tiempo y entre los distintos grupos sociales, el factor políticamente indispensable es la confianza. Sin confianza, pueden fracasar hasta las reformas más sensatas y mejor pensadas, porque la ciudadanía sospecha de los motivos y los resultados. Con confianza, las sociedades están más dispuestas a aceptar y mantener concesiones difíciles.

#### - El temor de los ciudadanos

Confiar significa creer que algo es seguro y fiable o que alguien es bueno y honrado. Cada uno de esos elementos tiene su equivalente fiscal; si no son comprensibles, equitativos, transparentes y efectivos, los acuerdos no inspiran confianza.

Muchas sociedades se ven aquejadas por una escasez de confianza (gráfico 2). Las diferencias de percepción que la provocan saltan a la luz en un estudio reciente, basado en una encuesta de 2024 entre 27.000 personas de 13 países. En economías tanto avanzadas como de mercados emergentes, muchas personas no comprenden cuestiones fiscales básicas. Por ejemplo, apenas un 42% de los encuestados comprendía que un aumento de los impuestos o un recorte del gasto reduce el déficit público, y más del 60% subestimaba la relación deuda/PIB de su país, especialmente en países muy endeudados.

Si la gente cree que la deuda no es tan elevada ni perjudicial, naturalmente pensará que los llamados a la reforma fiscal son exagerados o tienen motivaciones políticas. Esa visión errada resta premura y apoyo a medidas correctivas oportunas.

La falta de confianza siembra pesimismo en torno a las políticas públicas. Los encuestados que declaran más confianza en el gobierno tienen un 20% más de probabilidades de creer que sus políticas contribuirán a estabilizar o reducir la deuda pública. Aunque los encuestados en general dudan de que las actuales políticas de reducción de la deuda los beneficiarán, los que confían más en el gobierno tienen un 17% más de probabilidades de esperar un efecto positivo personal.

La encuesta también reveló preocupaciones que trascienden las diferencias de ingresos y demografía. Mucha gente teme perder las pensiones o los servicios esenciales de los que depende, y duda de que la carga de solucionar los problemas fiscales vaya a repartirse equitativamente. Estas inquietudes influyen en el voto y la forma de protesta. Más allá del razonamiento económico, es mucho menos probable que una persona que teme verse perjudicada por la reforma fiscal la apoye; por ejemplo, si el trabajador de clase media presume que recortar el déficit significa postergar la jubilación o cobrar menos pensión, o si los contribuyentes acaudalados sospechan que la reforma implica un



impuesto patrimonial especial, la oposición se hará sentir. Y si el público cree que los nuevos impuestos se malgastarán por corrupción o mala gestión, verán poca razón para pagarlos.

La experiencia también moldea la confianza. En los países que han soportado repetidas rondas de austeridad con escasos resultados, cualquier plan fiscal nuevo naturalmente genera cinismo: si otros recortes duros no lograron reducir la deuda, ¿por qué creer esta vez? La corrupción o la malversación de los fondos de estímulo también restan confianza en la competencia del gobierno, y hasta una tímida propuesta de reforma puede generar indignación porque la gente supone que hay motivos ocultos o efectos injustos. Si se menciona la reforma jubilatoria, estallan las protestas por el temor de que desaparezca la seguridad que tanto ha costado adquirir, y la idea de una reforma tributaria de inmediato hace sospechar a muchos que el dinero ganado con tanto sacrificio terminará en bolsillo ajeno. La experiencia con las reformas de los subsidios a los combustibles es reveladora: los costos fiscales, la falta de focalización y las distorsiones económicas son factores bien conocidos, pero la ejecución ha resultado política y socialmente compleja una y otra vez.

La desconfianza puede crear un círculo vicioso. Por temor a la reacción negativa, las autoridades posponen medidas duras; el problema de la deuda empeora y carcome aún más la confianza. Pero cuando la ciudadanía cree que los sacrificios recaen en todos y conducirán a un futuro mejor, está dispuesta a aceptar incluso reformas penosas, como los ajustes de los sistemas de pensiones. La confianza es lo único que convencerá al electorado a que acepte sacrificios a corto plazo a cambio de estabilidad a más largo plazo.

#### - Cultivar la confianza

El elevado nivel de la deuda pública está poniendo a prueba a gobiernos y sociedades como nunca, y está claro que urge actuar. Cada año de inacción deja a los países más expuestos a shocks en las tasas de interés y a vaivenes de la confianza de los mercados. Pero el saneamiento de las finanzas públicas no consiste en una austeridad indiscriminada, sino en medidas graduales y bien calibradas para imprimir sostenibilidad a la deuda sin dejar de invertir en el futuro. Eso exige franqueza y voluntad de compromiso: las autoridades deben sincerarse en cuanto a lo penoso de las disyuntivas y la ciudadanía debe reconocer que algunos programas que valora no pueden continuar sin recursos o reformas adicionales.

La confianza es fundamental en esta ecuación, ya que la gente necesita tener fe en que los sacrificios se repartirán equitativamente y que la reforma producirá beneficios concretos, y estará más dispuesta a apoyar medidas difíciles si considera que la política

fiscal es competente, transparente y justa. La confianza, sin embargo, no es producto de un momento; hay que cultivarla y preservarla.

No existe un plan maestro para generar la confianza, pero algunas instituciones y prácticas pueden ayudar. La transparencia presupuestaria y una gestión de las finanzas públicas bien estructurada constituyen los cimientos. Los consejos fiscales independientes —con mandatos claros, verdadera autonomía y sólidos conocimientos técnicos, como en el caso de los Países Bajos— ofrecen evaluaciones imparciales y obligan al gobierno a rendir cuentas. Las evaluaciones del gasto, los informes sobre gastos tributarios y las evaluaciones de impacto a cargo del gobierno o de órganos independientes ayudan tanto a las autoridades como al público a comprender el destino y el rendimiento de los fondos. Una gestión prudente de la masa salarial pública y una contratación pública eficiente pueden despejar las sospechas de despilfarro. La reducción de regímenes tributarios especiales y de privilegios jubilatorios promueve la equidad, en tanto que una supervisión rigurosa de las empresas estatales es signo de responsabilidad y competencia. Estas medidas no constituyen una panacea, pero contribuyen a que lo técnicamente posible sea políticamente viable, y oxigenan la reforma al fortalecer la credibilidad de la política fiscal y demostrar que los gobiernos buscan seriamente obtener el máximo impacto del gasto público.

Es fundamental mantener el equilibrio entre una actitud realista en cuanto a las limitaciones y los deseos de cambio. Gestionar con prudencia el problema de la deuda permitirá sentar una base estable para la prosperidad a largo plazo y preservar el contrato social entre generaciones. De lo contrario, existe el riesgo de turbulencias económicas y una mayor pérdida de confianza en las instituciones. La senda fiscal que se emprenda hoy definirá la prosperidad y la equidad del mañana.

**Alejandro Fernández Beroš**  
@Alfb402610

## 4. COYUNTURA NACIONAL

### 4.1 Cuentas externas y tipo de cambio: Menor dinamismo exportador y tipo de cambio débil.

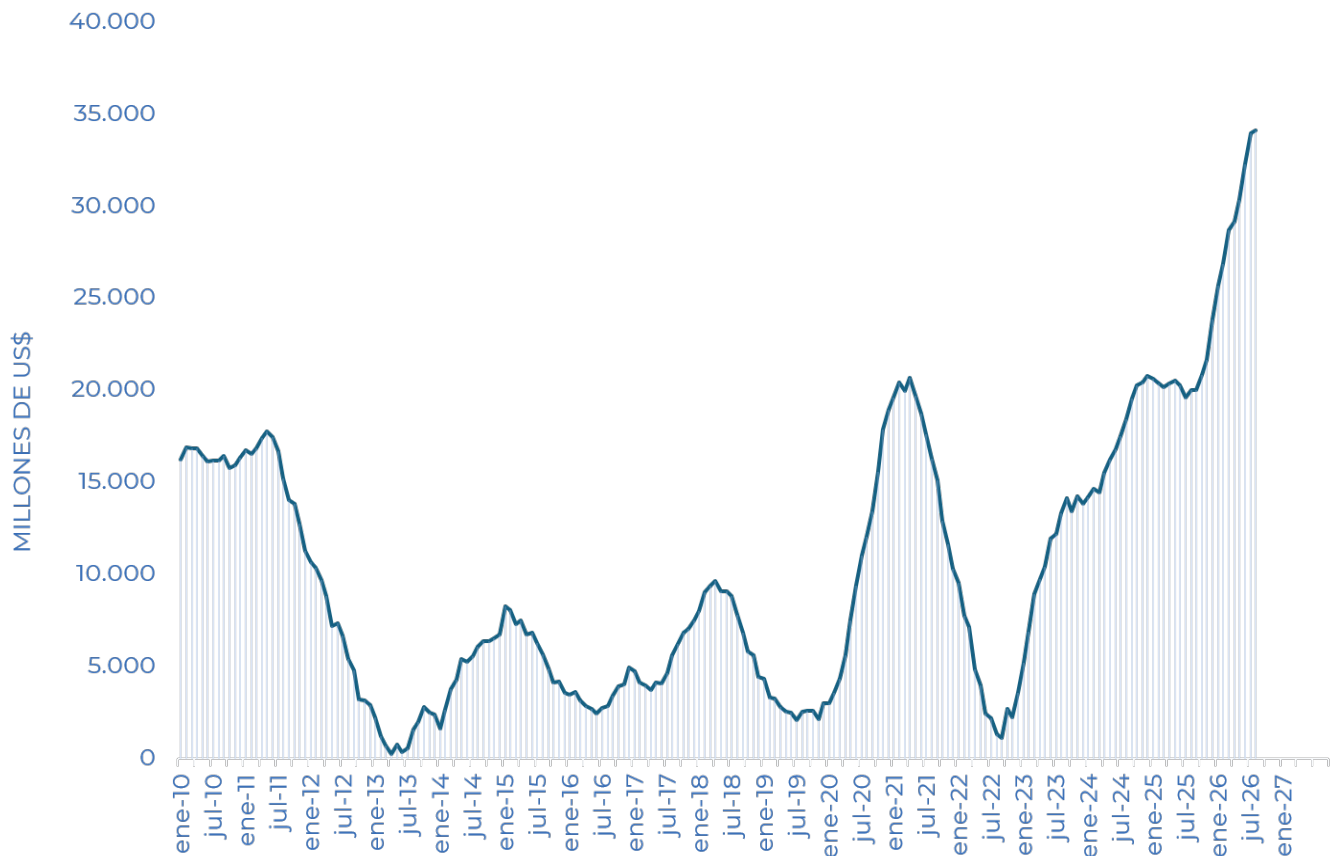
Con información para los primeros ocho meses del año se evidencia una pérdida de dinamismo en el impulso exportador, no obstante que el valor acumulado supera en 19% al del mismo período de 2025. En efecto, las exportaciones acumuladas superan los US\$83.200 millones, pero, por primera vez desde febrero, la cifra mensual se ubicó por debajo de los US\$10 mil millones, lo que se explicó por una inesperada baja en los embarques de cobre que se situaron 3,2% por debajo de los de agosto del año pasado.

Las importaciones, por su parte, crecieron 12,5% en doce meses y acumulan casi US\$59.600 millones entre enero y agosto, un 5,6% más que en igual período de 2025. El crecimiento descrito en agosto se explicó por mayores importaciones de bienes de consumo e intermedios, mientras las de bienes de capital cayeron por cuarto mes consecutivo, anticipando una nueva baja en la inversión durante el tercer trimestre.

Con todo, el superávit comercial siguió creciendo y se aproxima a los US\$24.000 millones en los primeros ocho meses del año y supera los US\$34.000 millones en los últimos doce meses (ver Gráfico N°4.1).

El tipo de cambio, por otro lado, fundamentalmente por la percepción de mayor deterioro y persistencia de la recesión en la economía, así como por la elevación de las tasas de interés internacionales respecto de las domésticas y la creciente probabilidad de aumento en la tasa de política monetaria en Estados Unidos y otros países, incluyendo algunos de la región. Es así como, aunque durante agosto el promedio del tipo de cambio se redujo a \$918, terminó el mes en \$929 y, en los primeros días de septiembre promedia casi \$935, manteniendo la presión sobre los precios de los bienes transables.

**GRÁFICO N°4.1**  
**EVOLUCION SALDO BALANZA COMERCIAL 2010-2026**  
(Promedio Móvil de 12 Meses)



Fuente Banco Central de Chile

La persistencia del conflicto en el Golfo Pérsico, negativas expectativas internas, la percepción de ciertas debilidades en el manejo macroeconómico del gobierno y el consecuente retraso en la aparición de señales claras de reactivación (actualmente inexistentes), se complementan para mantener el asedio sobre el peso que, probablemente se mantendrá, al menos en el corto plazo, sujeto a presiones bajistas no obstante el elevado precio del cobre.

**Alejandro Fernández Beroš**  
@Alfb402610

## 4.2 Actividad y gasto: El difícil despegue de la economía

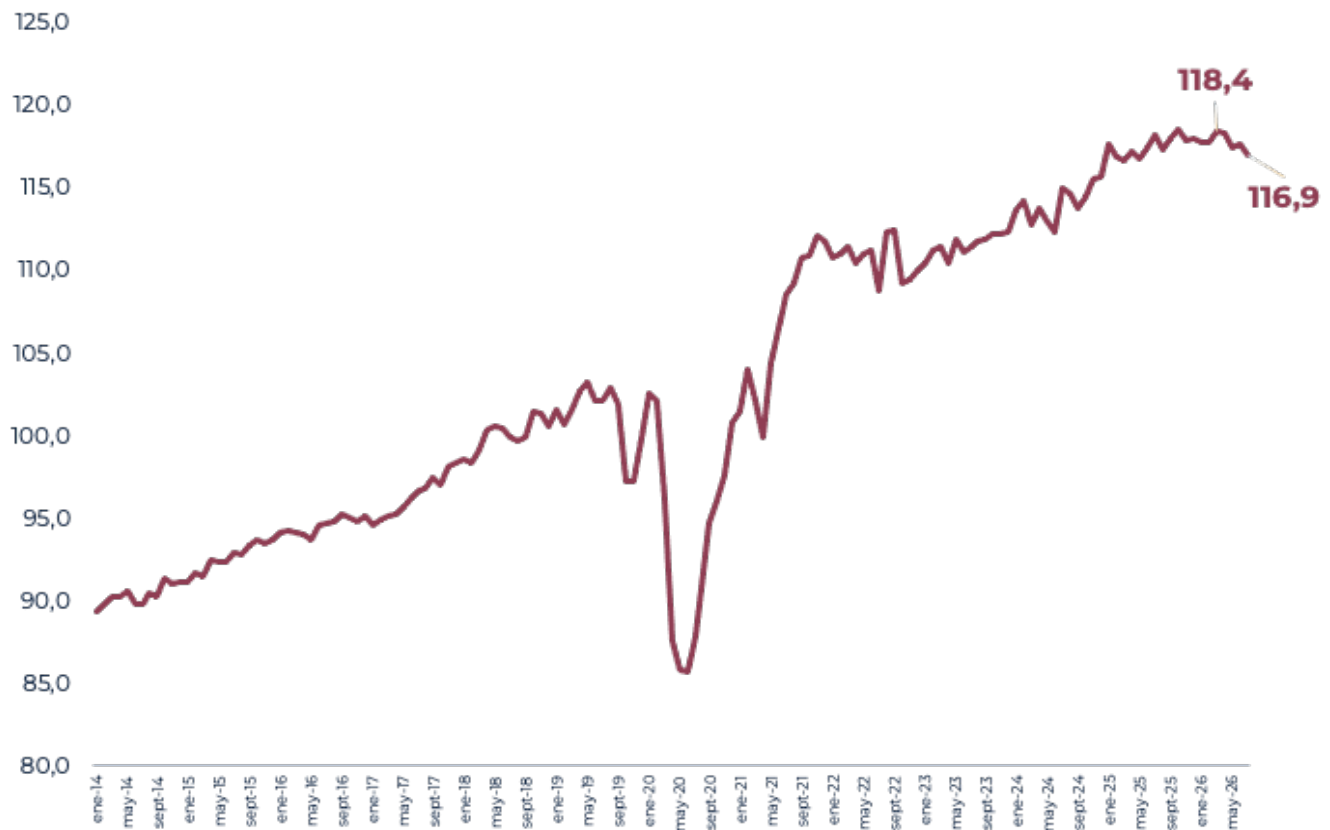
En seis de los últimos 7 meses se han registrado IMACEC negativos, lo que en la práctica podemos definir como un proceso recesivo, aunque esperamos de corta duración. Las buenas expectativas con que iniciamos el año se han visto seriamente frustradas, y las correcciones son persistentemente a la baja. En febrero pasado el mercado esperaba un crecimiento de 2,6 % para el año en curso, cifra que baja a sólo 0,7 % en la encuesta de septiembre.

Detrás de lo anterior podemos encontrar una sumatoria de factores negativos. Partiendo por los de oferta, una importante caída en la producción de cobre acumulada en el año y malas cifras para el sector silvoagropecuario para el primer semestre. Por el lado de la demanda, la combinación del impacto negativo del precio de los combustibles sobre el ingreso de la economía y un consiguiente deterioro de expectativas de empresas y personas (deterioro exacerbado por un discurso muy catastrofista por parte del gobierno), explican un mal desempeño de la inversión y el consumo.

Con todo, el factor más relevante es heredado del gobierno anterior, y dice relación con la crisis en curso en el mercado laboral. El encarecimiento de los salarios, por efecto del alza desmedida del salario mínimo, la disminución en la jornada, sumada al incremento de cotizaciones, han provocado un fuerte y sostenido aumento en la tasa de desempleo, elemento central que impacta en forma directa el ingreso de las familias y profundiza aún más el deterioro de las expectativas.

A pesar de lo anterior, lo peor estaría quedando atrás y, lo más probable, es que a partir del IMACEC de agosto comencemos a observar números positivos. Ayudará una base de comparación menos exigente, un lento repunte de la inversión, particularmente en construcción, y, esperamos, algunos anuncios y/o iniciativas de política pública, que apunten a fomentar la inversión y el empleo. De ser así, las expectativas irán poco a poco mejorando, lo que esperamos despierte un círculo virtuoso sobre el empleo, el ingreso y la actividad en general.

**GRAFICO N°4.2**  
**IMACEC No Minero Desestacionalizado**  
 (Índice E 2015 = 100)



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile.

Con todo, este año “está jugado” y será muy pobre, con un crecimiento que se situaría en torno a 0,5 %. Por el contrario, el próximo debería ser mucho mejor, con un crecimiento por sobre el 3,0 %, o incluso más, aunque el récord al promediar los dos años, el presente y el próximo, seguiría siendo bastante pobre.

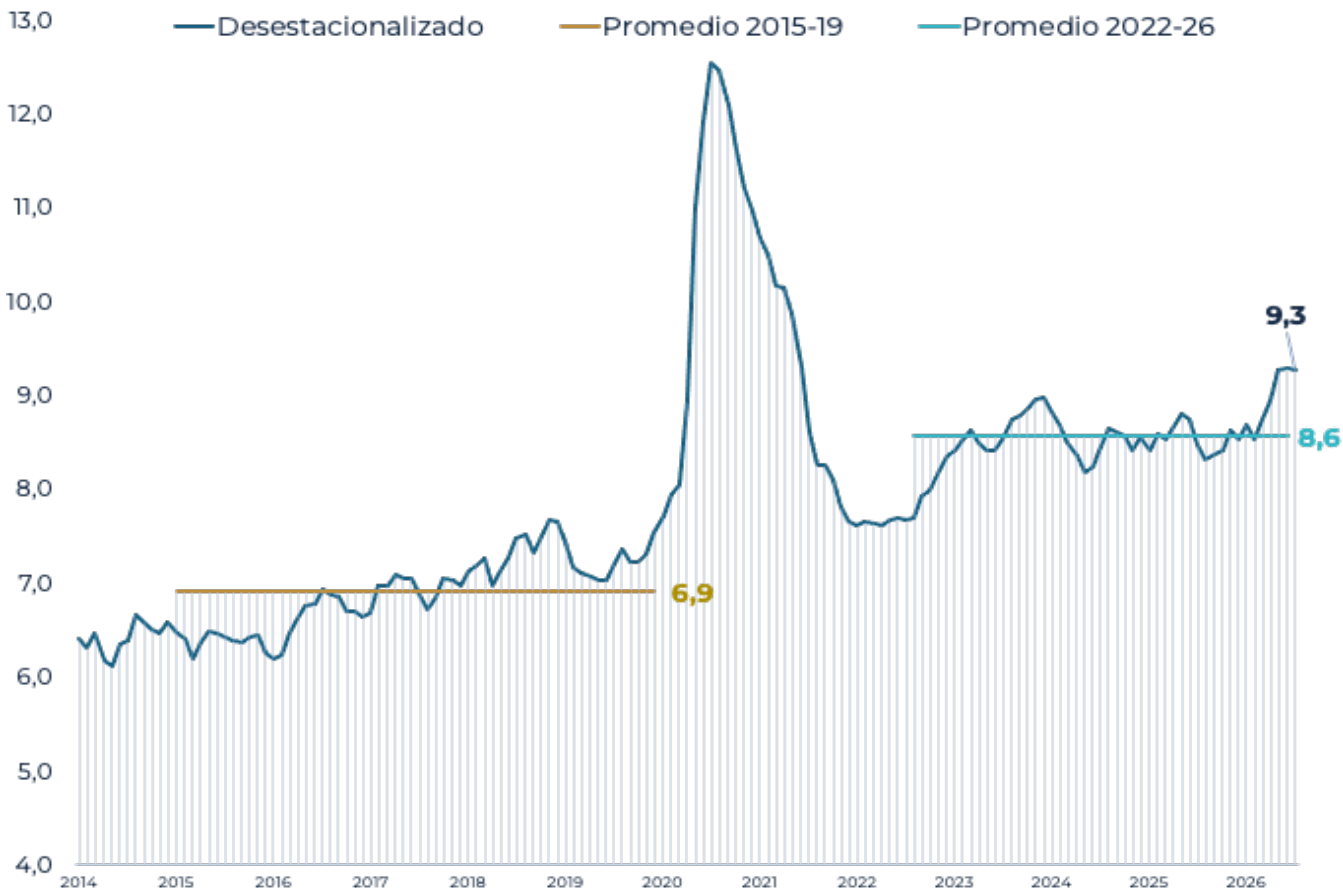
**Tomás Izquierdo Silva**  
 tizquierdo@gemines.cl

### 4.3 Empleo y Remuneraciones: Lo más Desafiante

La crisis del empleo viene desarrollándose desde hace al menos 5 años, si tenemos en cuenta que la tasa de desempleo, medida como promedio móvil 12 meses, no volvió a bajar del ocho % una vez superada la parte más crítica de la pandemia. Lo hemos analizado muchas veces en este informe, cuando más necesitábamos flexibilizar el mercado laboral, para adaptarse al bajo crecimiento económico y a la irrupción de nuevas tecnologías, actuamos en sentido contrario, rigidizándolo y encareciéndolo.

Al menos este tema, de la mayor gravedad, ha llegado ahora al centro de la preocupación política, tanto en el parlamento como en el ejecutivo, lo que genera alguna esperanza en orden a generar iniciativas de política pública que contribuyan a superar la crisis.

**GRÁFICO N° 4.3**  
**TASA DE DESOCUPACIÓN**  
(Serie Desestacionalizada)



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile

Todo indica, por lo que se ha filtrado, que el proyecto de reforma al mercado laboral que prepara el ministro Rau va en la dirección correcta. Avanzar hacia un esquema de indemnización a todo evento, flexibilizar el cumplimiento de la jornada laboral, incentivar el empleo juvenil, avanzar en contratos más flexibles por un período de tiempo, estarían entre las iniciativas. En paralelo, se encuentra avanzando nuevamente el proyecto de Ley de Sala Cuna Universal, lo que al parecer tendría el apoyo suficiente.

Debería agregarse, además, una iniciativa que ponga una suerte de marco regulatorio para los reajustes del sector público, lo mismo que para la definición del salario mínimo. La idea sería quitarles discrecionalidad política a las decisiones de reajuste en ambos casos. En el caso del salario mínimo, debería existir algún tipo de algoritmo que incorpore nivel de desempleo de los últimos 12 meses, crecimiento del producto y de la productividad del trabajo. En el caso de los empleos del sector público, buscar algún vínculo con el desempeño del trabajador.

En definitiva, como suele suceder, tenía que profundizarse la crisis para que apareciera una respuesta política. Esperemos que la oportunidad sea bien aprovechada, de manera de diseñar un marco regulatorio que favorezca el pleno empleo, sin duda el factor económico más relevante para avanzar en mejorar las condiciones de vida de la población.

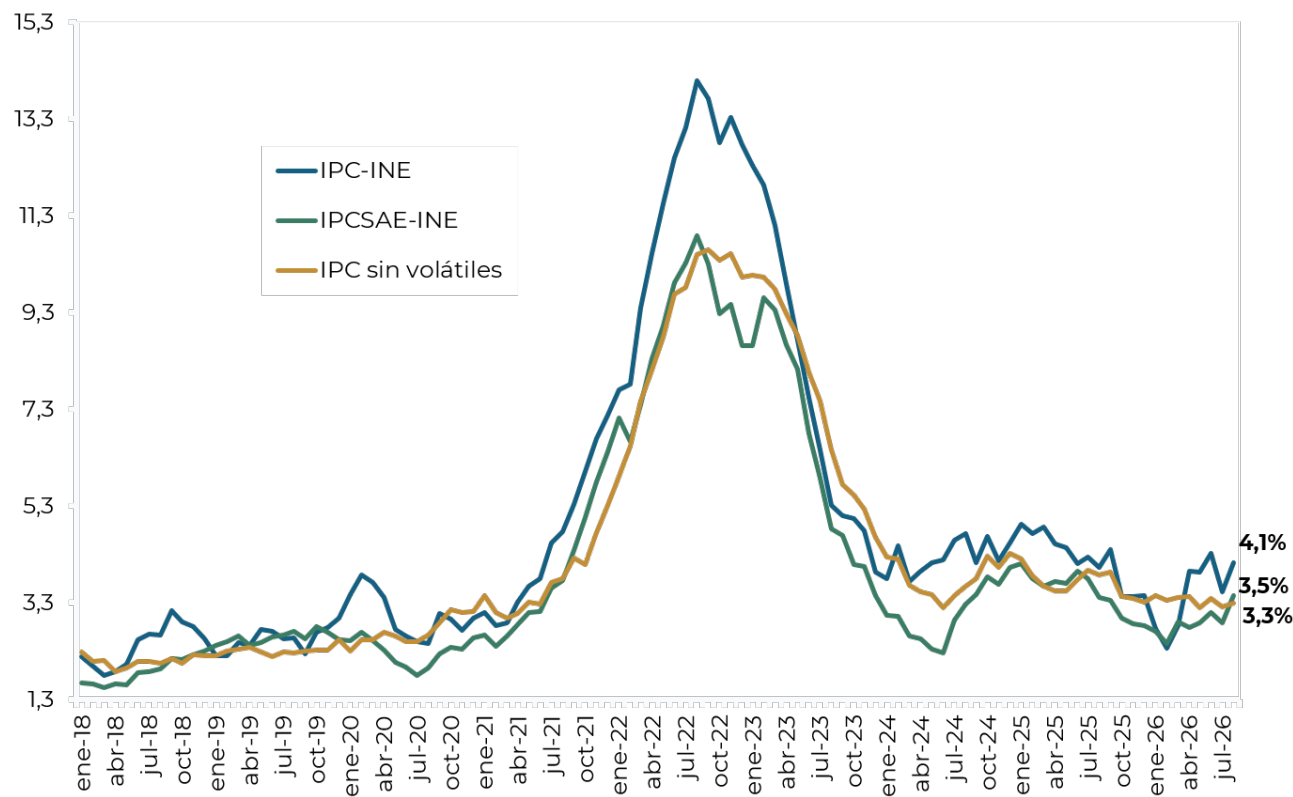
**Tomás Izquierdo Silva**  
tizquierdo@gemines.cl



### 4.4 Inflación y política monetaria: El Banco Central Acorralado

Si bien el alza no anticipada de la inflación en agosto (0,6%) se explica por los precios volátiles, destacando el del transporte aéreo internacional, que contribuyó con casi 2 de las 6 décimas en que subió el IPC, la consecuencia es que la inflación anual se aceleró de 3,5% en julio a 4,1% en agosto y, ahora, se espera que termine en torno a 4,5% en diciembre, muy lejos de la meta de 3%. Este escenario se mantendría hasta bien avanzado el año próximo y no es demasiado consuelo que los indicadores subyacentes estén registrando alzas menores y más cercanas a la meta porque ésta está definida en función de la inflación total y las otras medidas solo son útiles para anticipar la fuerza de las presiones inflacionarias más persistentes (Gráfico N°4.4).

**GRÁFICO N 4.4**  
**INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE 2018 - 2026**  
(Variación en 12 Meses)



Fuente: INE

Este dato de inflación, conocido horas antes de la reunión de política monetaria, no hizo más que reforzar la expectativa de que la TPM se mantendría en 4,5%, lo que efectivamente sucedió, y que la tasa no bajará en todo el año, como mínimo. No obstante, la preocupante debilidad de la actividad económica es muy poco lo que una política monetaria más expansiva podría lograr para que se produzca una reactivación. Es probable, incluso, que una política monetaria más expansiva fuera contraproducente, al validar más inflación, un peso más débil y un mayor deterioro en las expectativas.

Por el contrario, el caso por una política monetaria más restrictiva ha ganado fuerza, aumentando la probabilidad de un alza en la TPM antes de fin de año, tal vez, en la reunión de diciembre. Lo anterior se justifica no solo por la rebeldía de la inflación doméstica, sino porque es probable que se produzcan alzas de tasas de política en varios países desarrollados, incluyendo a Estados Unidos que es el más relevante. A lo anterior hay que agregar la subida en las tasas de equilibrio (tasas neutrales) por un conjunto de factores fiscales y de demanda de fondos privados. Adicionalmente, con un conflicto en el Golfo Pérsico sin fecha probable de término, que seguirá poniendo presión sobre el costo de la energía y fenómenos como El Niño y la dinámica de la guerra entre Ucrania y Rusia, ambos presionando los precios internacionales de los alimentos, las perspectivas de la inflación no se ven favorables, especialmente con una moneda débil.

**Alejandro Fernández Beroš**  
@Alfb402610

## CONTACTO

### CORREO

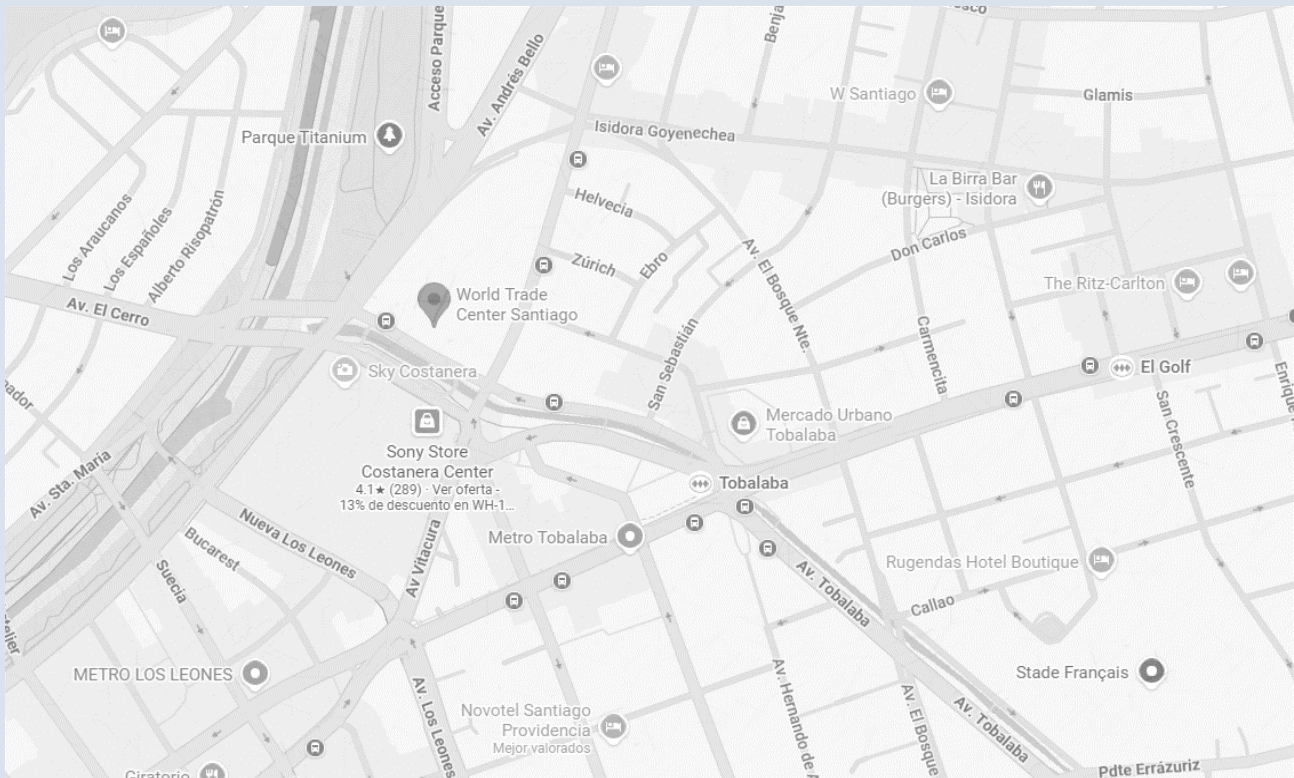
[contacto@gemines.cl](mailto:contacto@gemines.cl)

### WEB

[gemines.cl](http://gemines.cl)

### DIRECCIÓN

Av. Nueva Tajamar 555, Piso 6, Edificio World Trade Center, Las Condes





## INFORME GEMINES N° 552

PROHIBIDA LA REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL DE ESTE INFORME SIN  
AUTORIZACIÓN DE GEMINES CONSULTORES