

Informe Especial



Situación Fiscal: Mayor déficit e incumplimiento de la regla determinarán importante ajuste fiscal durante los primeros años del próximo gobierno. En 2026, impacto en actividad tras eventual menor gasto público sería compensado por mayor dinamismo en inversión.

Liderado por:

Antonio Moncado
Economista
Senior

Con apoyo de:

Sergio Lehmann
Economista Jefe
Corporación Bci

Francisca Pérez
Economista
Principal

Daniel Navarrete
Economista
Senior

María Isidora Undurraga
Economista

1

La economía chilena ha dado cuenta de una convergencia progresiva de sus principales variables macroeconómicas hacia sus niveles de equilibrio. Junto con ello, el despeje de incertidumbre en el plano político, junto a un escenario externo más favorable para nuestra economía, han permitido **revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento**, junto con alzas en precio del cobre y perspectivas de un fortalecimiento del peso.

2

No obstante, pese a un escenario más positivo, nuestras proyecciones de ingresos fiscales aún se mantienen por debajo de lo proyectado por la autoridad en un horizonte de mediano plazo. Esto, sin considerar aún la implementación de la propuesta de reforma tributaria del gobierno de Kast, la que supone una reducción de la tasa de impuesto corporativo desde el 27% al 23% para grandes y medianas empresas.

3

Con ello, **estimamos un cierre 2025 con un déficit efectivo de 2,2% del PIB y un déficit estructural de 2,3% del PIB, lo que implica un nuevo incumplimiento de la meta fiscal**, con un desvío de 0,7 pp. respecto del objetivo planteado por la autoridad.

4

La actual meta de balance cíclicamente ajustado, establecida en el Decreto N°542 de Política Fiscal, permitió pasar de una meta de balance estructural de -0,5% del PIB en 2026 a una meta de balance estructural de 0% del PIB en 2029. **La gradualidad en la convergencia de la meta actualmente vigente determina alcanzar un déficit estructural de 1,1% del PIB en 2026**, 0,8% del PIB en 2027, 0,5% del PIB en 2028 y 0% del PIB en 2029 y 2030. Vemos que dado el resultado 2025, **cumplir con esta gradualidad exigirá reducir el gasto público en cerca de US\$4.500 millones durante 2026**, respecto del gasto autorizado en la Ley de Presupuestos. No obstante, **al reducir alternatively el déficit estructural a un ritmo de 0,6% por año, llevaría a la necesidad de reducir el gasto de US\$1.800 millones respecto de lo aprobado por la Ley de Presupuestos.**

5

De cumplirse nuestro escenario optimista en el precio del cobre (probabilidad de 30%), esto es, un precio de 5,8 USD/lb a fines de 2026 y 5,5 USD/lb a fines de 2027, vemos un déficit estructural de 0,3% hacia 2027, **pudiendo acelerar la convergencia a la actual meta fiscal.**

6

Vemos que la actual brecha positiva entre el precio del cobre y su precio de largo plazo generará mayores ingresos que generan una oportunidad de recomponer el FEES, fondo que hoy representa cerca de un 1% del PIB. Mantener su actual nivel podría elevar nuestra vulnerabilidad ante un eventual escenario de tensión sobre la economía.

(*) Informe realizado con la valiosa asistencia de Joaquín Martínez, alumno en práctica.

Escenario macroeconómico muestra positiva corrección tras despeje de incertidumbre local y sostenido repunte en precio del cobre. Pese a ello, aún estimamos ingresos fiscales por debajo de lo proyectado por la autoridad.

La actual conformación de los determinantes del escenario económico, sostienen una mirada más positiva respecto de la proyección de mediano plazo. Del lado externo, la moderación de la guerra comercial, junto a las perspectivas de creciente demanda por cobre, han motivado una expectativa más favorable en el escenario externo para Chile respecto de la mirada delineada durante el año pasado. Por el lado local, el despeje de la incertidumbre política ha sido otro de los factores que contribuye a un escenario más dinámico en actividad, ante las propuestas económicas conocidas hasta ahora de parte de la próxima administración.

Entre las principales diferencias que se mantienen entre nuestro escenario y el escenario planteado por el Ministerio de Hacienda, vemos que el crecimiento del PIB hacia el horizonte 2028 podría conformar una brecha del producto más positiva, incluso considerando un crecimiento tendencial algo mayor. Esto último, de acuerdo a lo planteado por el Banco Central en su último IPoM.

Por su parte, el balance de oferta y demanda en el mercado del cobre ha seguido sosteniendo un precio más elevado en nuestro escenario respecto de lo proyectado en el último IFP del 3T25.

Gráfico 1: Proyección de PIB 2025 a 2028 (%)

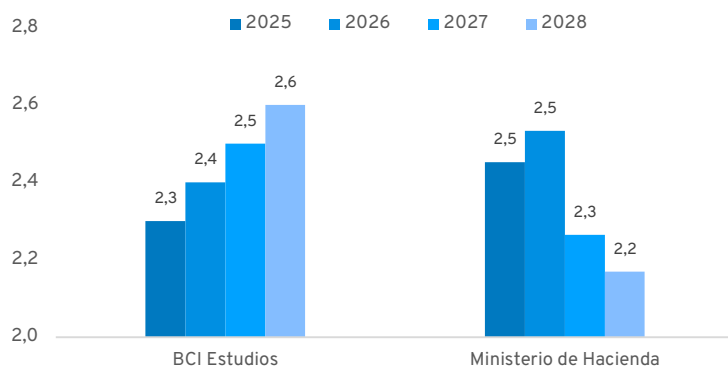


Gráfico 2: Proyección de PIB No Minero 2025 a 2028 (%)

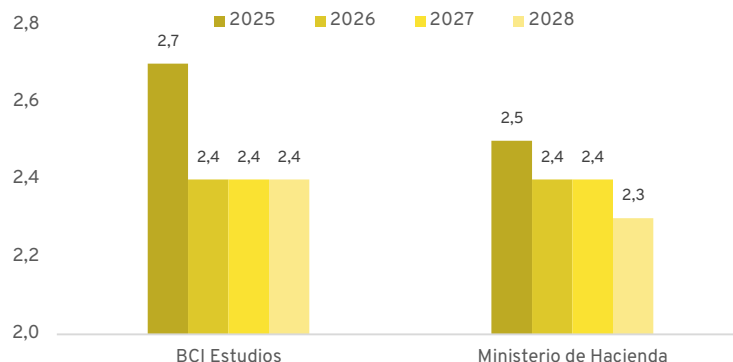


Gráfico 3: Proyección de Tipo de Cambio Promedio 2025 a 2028 (\$/USD)

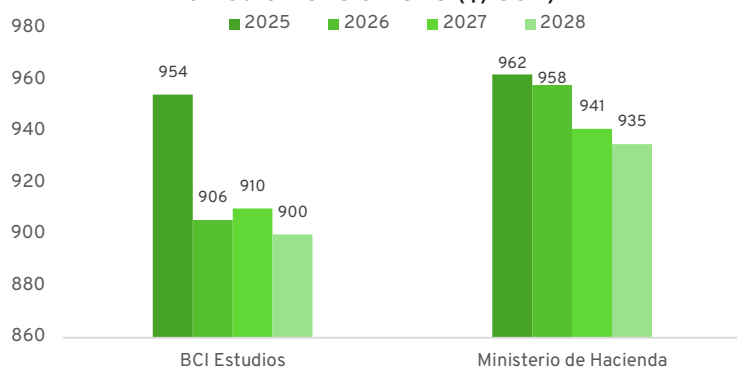
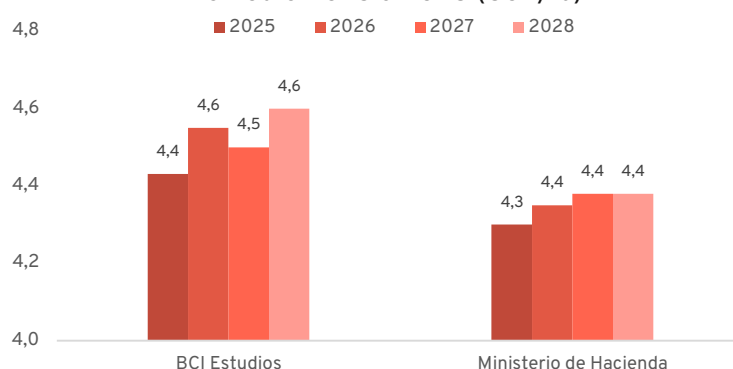


Gráfico 4: Proyección de Precio de Cobre Promedio 2025 a 2028 (USD/lb)



Fuente: Informe de Finanzas Públicas 3T25 y BCI Estudios.

Tomando nuestro escenario macroeconómico, proponemos una estimación alternativa de los ingresos efectivos mediante la utilización de modelos econométricos que consideran las ejecuciones presupuestarias desde 2014 a 2025. La especificación de los modelos y la estimación de los parámetros se presentan en el anexo que acompaña este Informe.

Vemos que la presentación de mediciones alternativas de los ingresos efectivos y estructurales para la economía chilena, se hacen indispensables considerando los errores en la estimación de estas variables durante los últimos años. Esto, ha llevado a significativas correcciones en las variables fiscales que han llevado a determinar una sobreestimación de la recaudación, llevando a deterioros en la balance fiscal y al incumplimiento de las metas estructurales que han definido.

Tabla 1: Proyección de Balance Fiscal 2025
(% del PIB, MM\$ 2025)

Componentes		2025			
		IFP 3T25		Proyección BCI Estudios	
		MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1)	Total Ingresos Efectivos	75.010.477	22,4	74.680.248	22,5
(2)	Ajuste Cíclico	-966.471		-1.046.487	
(1)+(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	74.044.006	22,1	73.633.761	22,2
(3)	Total Gastos	81.591.862	24,3	81.591.862	24,6
(1) - (3)	Balance Efectivo	-6.581.385	-2,0	-6.911.613	-2,2
(1)+(2)-(3)	Balance Cíclicamente Ajustado	-7.547.855	-2,2	-7.958.100	-2,3

Fuente: Dipres en base al IFP 3T25 y Bci Estudios. Nota: Para el cálculo del % PIB de BCI Estudios, se usa nuestra escenario base de crecimiento y PIB nominal.

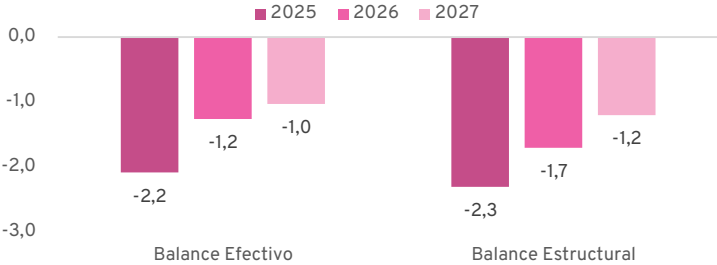
Considerando las diferencias en las estimaciones de crecimiento para 2025, y por ende, la base sobre la cual se estiman las variables del balance respecto a PIB, vemos que para 2025, los ingresos fiscales efectivos serán un 22,5% del PIB y el gasto constituirá un 24,6% del PIB. Con ello, estimamos un balance efectivo de -2,1% del PIB y un balance estructural de -2,3% del PIB. Este resultado, constituye un desvío de 0,7 pp. respecto de la meta propuesta en el Decreto N°542 de Política Fiscal, y que define una nueva gradualidad y meta de balance 0% del PIB hacia 2029. En 2022, con el Decreto N°755, y en 2024, con el Decreto N°1.387, los objetivos de responsabilidad fiscal fueron modificados o aplazados.

Tabla 2: Gradualidad Meta BCA
(% del PIB)

Convergencia Meta Balance Estructural				
	Meta BCA Decreto N°542	Mate BCA Alternativa	Reducción BCA Actual	Reducción BCA Alternativa
2025	-2,2	-2,3		
2026	-1,1	-1,7	1,1	0,6
2027	-0,8	-1,2	0,3	0,6
2028	-0,5	-0,6	0,3	0,6
2029	0,0	0,0	0,5	0,6

Fuente: Decreto N°542 del Ministerio de Hacienda y Bci Estudios.

Gráfico 5: Proyección del Resultado Fiscal
(% del PIB)



Fuente: Bci Estudios considerando gradualidad alternativa a la meta de BCA.

Considerando el resultado del BCA de -2,3% del PIB que hemos estimado para 2025, y junto a la actual meta que determina para este año un BCA de -1,1% del PIB, vemos que para cumplir con este objetivo se hará necesario un importante ajuste en el gasto público durante este año. En caso contrario, veremos un nuevo desvío de la meta este año, o bien, vemos que la próxima autoridad deberá considerar una gradualidad alternativa a la senda de convergencia actual.

Escenario 2026 se proyecta desafiante ante desvío de la meta, haciendo necesario importante reducción en gasto público respecto de lo aprobado en la Ley de Presupuestos.

La Ley de Presupuestos de este año consideró un crecimiento del gasto de 1,7% real y la convergencia a un BCA de -1,1% del PIB, considerando el importante desvío de la meta evidenciado en 2025. Del lado de los ingresos, la autoridad proyecta para este año un crecimiento de 4,7% real. Con ello, el IFP 3T25 estima un déficit efectivo de -1,5% del PIB en 2026 al alcanzar la actual meta propuesta de BCA.

No obstante, vemos importantes diferencias en el escenario macroeconómico, especialmente a nivel de las brechas que existen en el crecimiento y precio de cobre previstos para este año, respecto de sus niveles de tendencia, y que constituyen una importante diferencia en el ajuste cíclico presentado por Dipres. Adicionalmente, nuestra estimación considera el cumplimiento de la meta actual y una meta más gradual de convergencia al BCA de 0% del PIB en 2029.

Tabla 3: Proyección de Balance Fiscal 2026
(% del PIB, MM\$ 2026)

Componentes		2026					
		IFP 3T25		BCI Estudios con Meta Actual		BCI Estudios con Meta Propuesta	
		MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1)	Total Ingresos Efectivos	81.019.982	22,9	79.949.612	22,9	79.949.612	22,9
(2)	Ajuste Cíclico	1.185.181		-1.605.040		-1.605.040	
(1)+(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	82.205.163	23,3	78.344.573	22,4	78.344.573	22,4
(3)	Total Gastos	86.256.836	24,4	82.191.975	23,5	84.290.559	24,1
(1) - (3)	Balance Efectivo	-5.236.854	-1,5	-2.242.363	-0,6	-4.340.947	-1,2
(1)+(2)-(3)	Balance Cíclicamente Ajustado	-4.051.673	-1,1	-3.847.403	-1,1	-5.945.986	-1,7

Fuente: Dipres en base al IFP 3T25 y Bci Estudios.

De acuerdo a estos escenarios, vemos que con nuestro encuadre macroeconómico se hará necesario un ajuste de cerca de US\$4.500 millones en el gasto 2026, de forma de cumplir con el BCA de -1,1% del PIB. De forma alternativa, al reducir de forma más gradual el BCA en 0,6% durante este año, se hará necesario un ajuste de cerca de US\$1.800 millones en el gasto respecto de lo presentado en la Ley de Presupuestos.

Con estos ajustes, vemos que el déficit efectivo alcanzaría un 0,6% del PIB en 2026, de cumplir la actual meta de BCA, y en el caso de una convergencia más gradual, el balance efectivo de este año se ubicaría en -1,2% del PIB.

Adicionalmente, **el impacto sobre crecimiento de esta de esta reducción del gasto sería del orden de entre 0,4 pp. a 0,6 pp. menos de crecimiento**, de acuerdo al multiplicador del gasto estimado en Fornero et al. (2019).

Cabe señalar que estas estimaciones no consideran la aplicación de una reforma tributaria, la que en la propuesta del entonces candidato José Antonio Kast, proponía la reducción de la tasa de impuesto corporativa desde el 27% actual a un 23%. Vemos que esta medida busca estimular la inversión y el crecimiento económico. No obstante, en el corto plazo podría incidir negativamente en la capacidad de recaudación fiscal, en vistas que hacia el mediano plazo podría estimular el dinamismo económico.

Análisis de sensibilidad sugiere que escenario optimista en el precio del cobre podría acelerar convergencia a la meta hacia 2027.

El actual precio del largo plazo del cobre se ubicó por el Comité de Expertos en 4,38 USD/lb para 2026. El reciente comportamiento de esta variable, da cuenta de un escenario positivo de mayor demanda, que ha impulsado el precio por encima de los 6 USD/lb. Entre los factores detrás de este desempeño, se pueden observar elementos coyunturales como las paralizaciones de algunas faenas y expectativas de menor oferta, y otros elementos más estructurales como la creciente demanda por esta materia prima por una mayor intensidad de uso en tecnología y defensa.

En este contexto, vemos relevante proponer escenarios alternativos que logren estimar la situación fiscal considerando este fenómeno. Para ello, proponemos dos estimaciones. La primera, considerando nuestro actual escenario base de Bci y un incremento en el precio de largo plazo para el cobre desde su actual 4,38 USD/lb a 4,7 USD/lb. El segundo, manteniendo el actual precio de largo plazo, pero considerando un nivel de precio optimista para los próximos años, el que ubicamos en 5,8 USD/lb en 2026 y 5,5 USD/lb en 2027.

Tabla 4: Proyección de Balance Fiscal con precio de largo plazo del cobre en 4,7 USD/lb
(% del PIB, MM\$ de cada año)

Componentes		2026		2027	
		MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1)	Total Ingresos Efectivos	79.935.834	22,9	84.280.057	22,8
(2)	Ajuste Cíclico	-363.534		1.002.477	
(1)+(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	79.572.300	22,8	85.282.534	23,1
(3)	Total Gastos	85.518.286	24,5	89.714.019	24,3
(1) - (3)	Balance Efectivo	-5.582.452	-1,6	-5.433.962	-1,5
(1)+(2)-(3)	Balance Cíclicamente Ajustado	-5.945.986	-1,7	-4.431.485	-1,2

Fuente: Bci Estudios.

En el primer escenario alternativo, vemos que el alza en el precio de largo plazo del cobre lleva a una menor reducción de los ingresos estructurales, permitiendo mayores holguras de gasto respecto del escenario actual. Con ello, estimamos que estas holguras permitirían un mayor gasto de entre US\$1.000 a US\$1.500 millones entre 2026 y 2027.

En el segundo escenario, con un precio optimista para el cobre, vemos que la convergencia hacia la meta de BCA se alcanzaría de forma anticipada con un BCA de -0,3% del PIB en 2027.

Tabla 5: Proyección de Balance Fiscal con escenario optimista en el precio del cobre efectivo y de largo plazo en 4,38 USD/lb
(% del PIB, MM\$ de cada año)

Componentes		2026		2027	
		MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1)	Total Ingresos Efectivos	80.194.667	22,9	84.780.140	23,0
(2)	Ajuste Cíclico	2.064.694		1.426.065	
(1)+(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	82.259.361	23,5	86.206.206	23,3
(3)	Total Gastos	86.256.836	24,7	87.328.555	23,6
(1) - (3)	Balance Efectivo	-6.062.169	-1,7	-2.548.415	-0,7
(1)+(2)-(3)	Balance Cíclicamente Ajustado	-3.997.475	-1,1	-1.122.349	-0,3

Fuente: Bci Estudios.

Anexo Metodológico

El presente documento detalla la metodología, los supuestos de modelización y los resultados de la Estimación de Ingresos Fiscales Efectivos para el horizonte de proyección 2025 a 2027. La estimación se realiza condicional al escenario base macroeconómico desarrollado por Bci Estudios.

La estimación de los Ingresos Fiscales Efectivos (IFE) se sustenta en una serie de tiempo trimestral armada en base a la ejecución presupuestaria de los años 2014 a 2025. Se ha cruzado con datos macroeconómicos y de precios desde la BDE del Banco Central para tener la posibilidad de capturar la sensibilidad de los ingresos a otras variables proyectables a futuro. El período muestral abarca desde el Primer Trimestre de 2014 (2014:Q1) hasta el Segundo Trimestre de 2025 (2025:Q2), totalizando 46 observaciones trimestrales. Como herramienta de software se usa R.

1. Ingresos tributarios no mineros (ITNM)

El ITNM Ampliado se define como la suma de todos los ingresos que afectan al patrimonio neto, lo cual incluye cinco componentes principales: la tributación del resto de los contribuyentes, las donaciones, los ingresos de operación, los otros ingresos y las rentas de la propiedad. Es importante notar que, para esta estimación dada la disposición de los datos las rentas de la propiedad incluyen los ingresos provenientes del litio.

La estimación de la elasticidad de los Ingresos Tributarios No Mineros (ITNM) respecto a la Demanda Interna (DI) se abordó mediante dos especificaciones: un modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y un Modelo de Vectores de Corrección de Errores (VECM). La elección del VECM se justifica por la presunción de no estacionariedad y cointegración de las series, lo que asegura que la relación estimada no sea espuria y refleje el equilibrio de largo plazo.

El modelo de MCO ignora la estructura temporal y la potencial no estacionariedad de las series, proporcionando una estimación de la elasticidad simple:

$$\ln(ITNM_t) = \beta_0 + \beta_1 \ln(DI_t) + \epsilon_t$$

El coeficiente estimado por MCO es:

$$\hat{\beta}_1 = 1,1871.$$

El VECM descompone la dinámica de las variables, diferenciando el ajuste de corto plazo del equilibrio de largo plazo. La forma general del VECM es:

$$\Delta X_t = \alpha(\beta' X_{t-1} + \rho_0 + \rho_1 t) + \sum_{i=1}^{k-1} T_i \Delta X_{t-i} + \epsilon_t$$

Donde X es el vector de variables endógenas, $\beta' X_{t-1}$ es la relación de cointegración, α la velocidad de convergencia y T_i captura la dinámica de corto plazo. La elasticidad de largo plazo (β_{LP}) se obtiene de la relación de cointegración, la cual, incluyendo un término de tendencia (δ_t) y una constante (μ), se especifica como:

$$\ln(ITNM_t) = \beta_{LP} \ln(DI_t) + \delta_t + \mu + u_t$$

El coeficiente de elasticidad de largo plazo estimado con el VECM es:

$$\hat{\beta}_{LP} = 1,8306$$

Para la elección de la especificación (MCO o VECM), se priorizó el poder predictivo *out-of-sample*. Se proyectó la senda de ingresos para el horizonte 2025 a 2027, anclándose al escenario macroeconómico de la Dipres.

Las proyecciones generadas por cada modelo fueron contrastadas contra la estimación oficial publicada en el (IFP), seleccionando la especificación que presentó el menor RMSE:

$$RMSE = (\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{y}_t - y_t)^2)^{1/2}$$

Los resultados que se presentan en la tabla 6 a continuación, y muestran que el modelo MCO tiene un mejor ajuste. Ya habiendo elegido este método usamos el escenario Bci.

Tabla 6: Error cuadrático medio de estimación MCO y VECM para ITNM 2025-2027

Modelo ITNM	RMSE
MCO	702.542
VECM	2.890.955

Fuente: Bci Estudios.

2. Ingresos tributarios de la gran minería privada (ITM)

Al igual que el proceso empleado en la estimación de los ITNM, la especificación para los Ingresos Tributarios de la Minería Privada (ITM) fue determinada por el criterio de mínimo RMSE en las proyecciones *out-of-sample*. Para este componente, la especificación de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) exhibió el mejor desempeño predictivo frente al benchmark oficial según se muestra en el cuadro 5. Un factor metodológico crítico es el reconocimiento de la discontinuidad estructural generada por la implementación de las modificaciones al Royalty Minero. Dado que las elasticidades estimadas por MCO se basan en una relación histórica (muestral desde 2014) previa a este cambio normativo, estas no capturan la nueva senda de recaudación generada por la reforma. Por lo tanto, se decidió por hacer una proyección anclada a la estimación de ITM que tiene la Dipres para 2025. Entonces, se toma la base de 2025 como dada y luego se proyecta 2026 y 2027 con las elasticidades estimadas bajo los datos históricos. De esta manera las estimaciones no subestiman demasiado el ingreso efectivo de la gran minería privada.

La modelización del ITM se establece como una función de las dos bases imponibles más relevantes: el Precio del Cobre (P^C) y el Producto Interno Bruto Minero (PIB^C). Se aclara que la variable P^C_t corresponde al promedio simple de los precios mensuales dentro del trimestre t . El modelo MCO es el siguiente:

$$\ln(ITM_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(P^C_t) + \alpha_2 \ln(PIB^C_t) + \epsilon_t$$

La elasticidad simple estimada para cada uno es:

$$\hat{\alpha}_1 = 1,6791, \quad \hat{\alpha}_2 = 0,7375$$

Y para estimar la elasticidad de largo plazo se considera la relación de cointegración:

$$\ln(ITM_t) = \alpha_{1LP} \ln(P^C_t) + \alpha_{2LP} \ln(PIB^C_t) + \delta_t + \mu + u_t$$

Los resultados para la elasticidad de largo plazo son:

$$\hat{\alpha}_{1LP} = 1,2048, \quad \hat{\alpha}_{2LP} = 2,0276$$

El error cuadrático medio de MCO según sigue siendo menor. Finalmente para proyectar 2025 a 2027 se considera el escenario base de Bci.



3. Ingresos del cobre bruto (CODELCO)

La modelización de los ingresos de Codelco también consideran el Precio del Cobre (P^C) y el Producto Interno Bruto Minero (PIB^C). El modelo MCO es el siguiente:

$$\ln(Codelco_t) = \alpha_t + \alpha_1 \ln(P_t^C) + \alpha_2 \ln(PIB_t^C) + \epsilon_t$$

La elasticidad simple estimada para cada uno es:

$$\hat{\alpha}_1 = 0,5155, \quad \hat{\alpha}_2 = 0,6864$$

Para estimar la elasticidad de largo plazo se considera la relación de cointegración:

$$\ln(Codelco_t) = \alpha_{1LP} \ln(P_t^C) + \alpha_{2LP} \ln(PIB_t^C) + \delta t + \mu + u_t$$

Los resultados para la elasticidad de largo plazo son:

$$\hat{\alpha}_{1LP} = 0,6764, \quad \hat{\alpha}_{2LP} = 2,8790$$

El error cuadrático medio de VECM es menor. Finalmente para proyectar 2025 a 2027 se considera el escenario Bci.

4. Ingresos por Cotizaciones de Salud (ICS)

La estimación de los Ingresos por Cotizaciones de Salud (ICS) se basa en la asunción de una relación de proporcionalidad fija y estable respecto al Producto Interno Bruto (PIB). Esta simplificación se justifica dada la naturaleza legal de la cotización y la estrecha correlación histórica entre la masa salarial y el PIB. Utilizando la relación del 1,2% se encuentran resultados cercanos a la estimación de la Dipres al usar su escenario. El escenario utilizado para proyectar mediante el escenario Bci fue el crecimiento real del PIB presentado en el cuadro 1 considerando la variación anual del IPC para cada año correspondiente.