

■ El analista dice que la situación fiscal es “preocupante pero no crítica”, y aborda el recorte de US\$ 6.000 millones que propone Kast.

POR CATALINA VERGARA

Continúan las advertencias internacionales tras los magros resultados que trajo consigo el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del cuarto trimestre de 2025.

Con un déficit fiscal efectivo que alcanzó un 2,8% del Producto Interno Bruto (PIB) el año pasado –versus el 2,2% previsto– y un desequilibrio estructural que saltó a un 3,6% del PIB –superior al 1,6% anticipado–, las lecturas de los analistas no han sido auspiciosas.

Esta vez, el estratega senior de Mercados Emergentes en UBS GWM, Pedro Quintanilla, entrega su visión del Informe de Finanzas Públicas (IFP) del cuarto trimestre y de los desafíos para el próximo gobierno.

– ¿Cuál es su lectura de los resultados fiscales de 2025?

– Decepcionante, pero no sorprendente. La meta original de 1,1% ya se había revisado a 2,2% en el tercer trimestre, y el cierre en 3,6% confirma que la desviación fue mucho más profunda de lo anticipado. En esencia, se triplicó el compromiso original.

Lo que es un poco preocupante es la composición. El grueso de la desviación viene por ingresos, ya que la recaudación tributaria no minera cerró en su nivel más bajo desde 2014, excluyendo la pandemia. Esto sugiere un problema potencialmente más estructural.

Sin embargo, hay que contextualizar: la deuda bruta se estabilizó en 42% del PIB, por primera vez en casi dos décadas se frena su trayectoria ascendente, y el gasto primario se mantuvo relativamente contenido.

Adicionalmente, el déficit efectivo de 2,8% es significativamente menor al estructural solo porque los altos precios del cobre proporcionan un alivio, aunque sea un alivio cíclico.

– ¿Qué tan crítica considera la situación fiscal de Chile?

– Preocupante, pero no crítica. Chile no enfrenta un problema de solvencia. La deuda en 42% del PIB está muy por debajo de la mediana de países con calificación “A”, las



PEDRO QUINTANILLA,
ESTRATEGA SENIOR DE
MERCADOS EMERGENTES
EN UBS GWM:

“Chile enfrenta un problema de credibilidad de la regla fiscal”

tres agencias mantienen grado de inversión con perspectiva estable, y la deuda se proyecta por debajo del techo prudente de 45% hasta 2030, incluso en escenarios adversos.

Lo que Chile sí enfrenta es un problema de credibilidad de la regla fiscal. Tres incumplimientos

consecutivos debilitan el valor disciplinario de la regla, la cual históricamente es uno de los principales activos institucionales de Chile ante los mercados.

Cada incumplimiento sin consecuencias reduce el costo político de futuras desviaciones.

Lo que separa a Chile de algo verdaderamente crítico es la fortaleza institucional: Banco Central creíble, marco fiscal recalibrable, transición política ordenada.

El riesgo es que, si no se corrige la trayectoria, esas fortalezas podrían comenzar a cuestionarse.

Las agencias no castigan desviaciones puntuales, sino tendencias. Y tres años de incumplimiento ya empiezan a parecer tendencia.

– El Presidente electo, José Antonio Kast, prometió un recorte fiscal de US\$ 6.000 millones. ¿Cree que este monto es suficiente?

– Es significativo, ya que equivale a poco más del 6% del Presupuesto, aunque no cerraría la brecha por completo. Un recorte de US\$ 6.000 millones lo reduciría a la mitad, llevándolo de 3,6% a cerca de 1,8%–1,9% del PIB. Eso nos devuelve a niveles prepandemia, lo cual sería progreso real.

La suficiencia depende de lo que lo acompañe: si los US\$ 6.000 millones son el primer tramo de una consolidación más amplia con

metas intermedias verificables –como ha señalado el equipo de Jorge Quiroz–, puede ser un punto de partida adecuado. Lo que no puede ser es el destino final. El mercado va a evaluar no solo el monto, sino la credibilidad del marco de convergencia.

Sin embargo, es difícil ver de dónde vendrían esos US\$ 6.000 millones en el presupuesto. Fitch ya advirtió que el recorte será “difícil de implementar” en los plazos descritos. El riesgo no es tanto que el monto sea insuficiente en abstracto, sino que la ejecución quede corta; y eso, en un país que acumula tres años de incumplimiento, sería doblemente dañino para la credibilidad.

– ¿Qué riesgos implica un ajuste fiscal de esa magnitud para la economía chilena?

– En una economía creciendo al 2,3%, por debajo de su potencial, un recorte equivalente al 1,7% del PIB en 18 meses inevitablemente tendrá un efecto contractivo. La magnitud depende de dónde se concentre.

Si el ajuste se focaliza en gasto corriente discrecional y eficiencias administrativas –como plantea el equipo de Kast–, el multiplicador fiscal es bajo y el impacto sobre la actividad sería manejable. Pero si en la práctica termina afectando transferencias sociales o inversión pública, el costo económico y político se amplifica considerablemente.

El riesgo más sutil es el *timing* respecto de la reforma tributaria. Quiroz propone simultáneamente recortar gasto y reducir el impuesto de primera categoría. En principio, menor gasto y menores impuestos puede ser procrecimiento si genera un shock de confianza. Pero si los beneficios tardan en materializarse –como advierte Fitch–, el efecto neto sobre la deuda podría empeorar antes de mejorar.

Ahora bien, los riesgos de no ajustar también son reales: déficits crecientes erosionarían la calificación crediticia, aumentarían el costo de financiamiento y reducirían el espacio para responder a la próxima crisis. Un ajuste bien diseñado puede mejorar las condiciones financieras al reducir incertidumbre y contener primas de riesgo. El desafío es ejecutar algo lo suficientemente agresivo para ser creíble, pero lo suficientemente inteligente para no matar el crecimiento.