



INFORME GEMINES **N° 553**

INFORME GEMINES

OCTUBRE 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

OCTUBRE 2026

ÍNDICE

01 DESTACAMOS

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

02 PANORAMA GENERAL

2.1 La recesión y sus causas	..04
------------------------------	------

03 TEMA ESPECIAL

3.1 La nueva ola de nacionalización	..08
-------------------------------------	------

04 COYUNTURA NACIONAL

4.1 Cuentas externas y tipo de cambio: Desequilibrio	..15
--	------

4.2 Actividad y gasto: Mirando a 2027	..17
---------------------------------------	------

4.3 Empleo y remuneraciones: Crónica de una crisis anunciada	..19
--	------

4.4 Inflación y política monetaria: La importancia del tipo de cambio	..21
---	------

1. DESTACAMOS

Panorama general

- A estas alturas del año ya parece casi una certeza absoluta que la economía chilena experimentará una leve contracción respecto de 2025, fenómeno que se daría por tercera vez en este siglo después de las registradas en 2009 y 2020. A diferencia de esas ocasiones y, en realidad, de todas las anteriores, no parece haber una explicación ni única ni clara de por qué, contra todas las expectativas, la economía terminará el año con un menor tamaño que con el que lo comenzó. (Pág. N°4).
- Algo que debe aclararse antes de intentar cualquier explicación, es cuando dejó de crecer la economía chilena y la respuesta, respaldada por la evidencia, es en el segundo trimestre de 2025. Es decir, llevamos cuatro trimestres con un crecimiento nulo si se estima a partir de cifras desestacionalizadas y más allá de cuestiones puntuales como los problemas en la producción minera, incluyendo el accidente de El Teniente, la baja en las capturas pesqueras y su incidencia en la producción manufacturera. (Pág. N°4).
- Parece razonable concluir que, aunque el manejo del nuevo gobierno puede haber contribuido marginalmente al deterioro de la evolución de la economía, no es responsable de los malos resultados que tendrá este año y se ha documentado que el problema de falta de crecimiento se inició en el segundo trimestre de 2025. El pésimo resultado de la minería, explicado por causas propias del sector y de larga data considerando los tiempos necesarios para que se realicen inversiones y que estas lleguen a reflejarse en la producción, solo agravan el panorama. Cabe recordar respecto de la minería, que su nivel de actividad en agosto es el más bajo desde 1996, mientras que el promedio de los primeros ocho meses del año es el peor desde el período de ocho meses terminado en abril de 1997. Pero el problema no es solo la minería. (Pág. N°6).
- La recesión que enfrenta Chile este año parece ser el resultado de un conjunto de factores externos e internos, a pesar de la notable situación de los términos de intercambio. Lo novedoso de este escenario es que es la primera vez en muchas décadas en que se da esta situación sin una causa externa y/o interna muy clara y definida a la que pueda vincularse la recesión. Por el contrario, el estancamiento de la economía desde el segundo trimestre de 2025, aunque hay un conjunto de factores puntuales que contribuyen a explicarlo, algunos claramente transitorios, como los relativos al accidente del El Teniente, el “bencinazo”, los problemas de las capturas pesqueras y la crisis de la construcción no parecen ser suficientes para explicar el cuadro completo. Por el contrario, parecen existir causas más profundas vinculadas al deterioro secular del crecimiento desde 2013 por la implementación de políticas inadecuadas y el debilitamiento institucional sostenido. (Pág. N°7).

Tema especial

- Los gobiernos están nacionalizando empresas y recursos privados al ritmo más rápido en 50 años. Basado en las múltiples oleadas de nacionalizaciones del siglo pasado, este cambio alterará el panorama económico mundial. Desde 2020, los gobiernos de todos los continentes han nacionalizado propiedades pertenecientes a sus propios ciudadanos y a inversores extranjeros. Francia y Alemania nacionalizaron empresas de servicios públicos y electricidad. Francia puso bajo control estatal el astillero más grande de Europa. El Reino Unido nacionalizó los ferrocarriles y la siderurgia. (Pág. N°8).
- La inestabilidad geopolítica, las perturbaciones en los mercados de materias primas y el desarrollo de las energías renovables impulsan estas nacionalizaciones. Y a medida que más gobiernos adoptan políticas económicas intervencionistas, la actual ola de nacionalizaciones no muestra signos de disminuir. Estas nacionalizaciones modificarán, pero no ralentizarán, la integración económica y financiera global. En cambio, podrían reconfigurar los patrones a largo plazo del comercio y la inversión internacionales. (Pág. N°8).
- Las nacionalizaciones geopolíticas aumentarán el riesgo de la inversión extranjera directa entre adversarios estratégicos. Sin embargo, esto no necesariamente reducirá la integración económica y financiera global. En cambio, es posible que fluya más comercio, crédito e inversión dentro de bloques geopolíticamente alineados, y los estados neutrales pueden atraer capital extranjero posicionándose como intermediarios confiables y destinos seguros para la inversión. (Pág. N°14).

Coyuntura nacional

- El tipo de cambio real está muy desalineado de sus fundamentos. No tenemos una autoridad monetaria preocupada por ello, ni mucho menos dispuesta a hacerse cargo de contribuir a una corrección en su trayectoria futura. (Pág. N°15).
- Este año está jugado, el crecimiento será cercano a cero. En ello tiene alguna responsabilidad la minería, pero en ningún caso explica el fenómeno. El 2027 esperamos un crecimiento algo superior al 3 %, con un importante aporte de la inversión. (Pág. N°17).
- La crisis en curso observada en nuestro mercado laboral es muy grave, profunda, y nada indica que se resolverá en los próximos trimestres. El desempleo bajará algo de la mano con la mayor inversión, pero la tasa seguirá muy por sobre sus niveles pre-estallido mientras la trayectoria de los costos laborales siga tan alejada de la productividad de la mano de obra. (Pág. N°19).
- Una vez más el alza del tipo de cambio, por sobre sus niveles de equilibrio tendencial, provocará presiones sobre los precios en los próximos meses, prolongando en el tiempo el desborde inflacionario por sobre el techo del rango meta. Es un fenómeno conocido, frente al cual nuestra autoridad monetaria ha mostrado muy poca receptividad. (Pág. N°21).

2. PANORAMA GENERAL

2.1 La recesión y sus causas

A estas alturas del año ya parece casi una certeza absoluta que la economía chilena experimentará una leve contracción respecto de 2025, fenómeno que se daría por tercera vez en este siglo después de las registradas en 2009 y 2020. A diferencia de esas ocasiones y, en realidad, de todas las anteriores, no parece haber una explicación ni única ni clara de por qué, contra todas las expectativas, la economía terminará el año con un menor tamaño que con el que lo comenzó. En particular, no hay una crisis externa o un desorden macroeconómico interno que expliquen esta realidad. Además, el precio del cobre se encuentra en niveles récord, lo mismo que los términos de intercambio, lo que nunca ha estado presente en un escenario recesivo. En consecuencia, son un conjunto de factores de diverso origen lo que explican la coyuntura actual de la economía chilena.

Hay factores externos, impredecibles al comenzar el año, factores internos estructurales y factores de política económica que explican este resultado, pero solo después de la publicación del IMACEC de agosto esta realidad está siendo reconocida, pese a que era visible desde la publicación de las cuentas nacionales del segundo trimestre. Esto se explica por cierta reticencia de los analistas, yo incluido desde luego, el Banco Central y el gobierno a aceptar un resultado que resulta incómodo, es poco frecuente y que podía revertirse si alguno(s) de los factores transitorios que han contribuido al resultado negativo cambiaban de dirección antes de finalizar el año, algo que, hipotéticamente, todavía puede suceder, pero que es cada vez menos probable que permita terminar 2026 con crecimiento, por mínimo que pudiera ser.

Por último, también es conveniente anticipar que, si bien es cierto que la evolución de la actividad minera ha sido particularmente negativa, mientras el resto de la economía crece, también lo es que ese resto ha tenido un comportamiento pobrísimo, acumulando una expansión de apenas 0,5% entre enero y agosto. Esto revela que parte del problema que enfrenta la economía chilena tiene que ver con el muy bajo crecimiento tendencial que tiene, tal vez, inferior al 2% que se ha publicado de manera sostenida en los últimos años.

Algo que debe aclararse antes de intentar cualquier explicación, es cuando dejó de crecer la economía chilena y la respuesta, respaldada por la evidencia, es en el segundo trimestre de 2025. Es decir, llevamos cuatro trimestres con un crecimiento nulo si se estima a partir de cifras desestacionalizadas y más allá de cuestiones puntuales como los problemas en la producción minera, incluyendo el accidente de El Teniente (el de 2025 y el de ahora), la baja en las capturas pesqueras y su incidencia en la producción manufacturera. Lo que permite entender de mejor manera lo que está sucediendo, más allá de la casuística sectorial, es concentrarse en la evolución de la demanda interna que puede vincularse directamente con variables de comportamiento que, a su vez, permiten tener una visión general de las causas del estancamiento.

Pero, primero, veamos el componente externo que es un dato para nosotros y sobre el que no podemos influir. Claramente el factor crucial ha sido el inicio de la guerra en el Golfo Pérsico a fines de febrero. El incremento en los precios de la energía, que se ha extendido a una serie de otros insumos claves como los fertilizantes, está amenazando provocar presiones inflacionarias en una amplia gama de productos, incluyendo los alimentos. Esto se ha reforzado con el cambio de énfasis en la guerra entre Ucrania y Rusia que se ha orientado a destruir o dañar la capacidad económica de ambos países, con efectos adicionales sobre los precios de la energía y los alimentos. La mayor inflación ya es una realidad a nivel global y se ha traducido en alzas en las tasas de política monetaria en varios países, incluido Estados Unidos, que se repetirán en los próximos meses. Adicionalmente, han subido las tasas de interés internacionales de largo plazo por el aumento en la demanda de fondos, habiéndose sumado a la de los gobiernos para financiar sus déficits la de los inversionistas en IA y expectativas de inflación más elevadas. El incremento en los aranceles de Estados Unidos, incumpliendo el TLC existente, es otro factor que daña el escenario externo relevante. Este escenario externo menos favorable, a pesar del mayor precio del cobre, se ha traducido en una depreciación importante de nuestra moneda que se venía fortaleciendo y se ubicaba en torno a los \$860 en febrero, ahora está cerca de los \$980 y no de los \$1.000 gracias al anuncio de la Tesorería de que reanudará la venta de dólares y ha generado presiones inflacionarias y un efecto contractivo sobre el consumo y la inversión, así como un deterioro de las expectativas.

Como consecuencia de lo anterior (precios internacionales de los combustibles + devaluación) se produjo el “bencinazo” que elevó drásticamente los precios de la gasolina y el diésel a fines de marzo. Respecto de esta decisión existe la discusión sobre el impacto y responsabilidad del “bencinazo” sobre la evolución de la economía. Por un lado, es cierto que, si se hubiese aplicado el MEPCO de la manera habitual, es decir, suavizando las alzas cada tres semanas en vez de hacerlo de una vez, el precio actual estaría más o menos en el mismo nivel, pero incurriendo en un costo fiscal que las finanzas públicas no toleran. Sin embargo, es cierto que el impacto en las expectativas habría sido diferente y bastante menor al producido al momento de realizarse el ajuste de precios del 26 de marzo. No obstante lo anterior, es difícil atribuir al deterioro de expectativas el estancamiento en la actividad.

Lo anterior porque, como ya se ha dicho, la actividad está estancada desde el segundo trimestre del año pasado y el efecto del “bencinazo”, cualquiera que éste sea, ha afectado a la economía desde abril y, por lo tanto, puede contribuir a explicar lo que ha sucedido desde ese mes en adelante, pero no lo que pasó antes. En la misma categoría están los argumentos que señalan que el discurso catastrofista del ministro de Hacienda y el gobierno deprimieron las expectativas al insistir en que las finanzas públicas estaban “en quiebra” y la amenaza de un recorte masivo de gasto público que, finalmente, en términos macro, no se ha producido según muestran los datos de ejecución presupuestaria y proyección de gasto público para 2027.

Difícilmente el discurso negativo del gobierno, con todo lo exagerado e inapropiado que se pueda considerar, puede haber tenido una gravitación significativa en el mal desempeño de la economía, aunque puede haber incidido algo en el deterioro brutal de las expectativas desde marzo-abril, que ayuda a explicar el estancamiento de la economía desde el segundo trimestre de este año. Insisto: el estancamiento venía del segundo semestre de 2025 y no se acentuó después, aunque puede haber frenado algo la recuperación (que no se produjo).

El principal componente del gasto es el consumo privado que ha crecido marginalmente en los últimos cuatro trimestres y registró bajas en 25.III y 26.II con caídas en todas las categorías de bienes. El consumo del gobierno contribuyó a la depresión de la demanda interna con caídas en los últimos tres trimestres de 2025 y en el segundo de 2026, pero mostrando crecimiento en el primer semestre de este año. La inversión en capital fijo, por otro lado, creció rápido en los primeros tres trimestres del año pasado, poco en el último trimestre y cayó fuertemente en el primer semestre de 2026, especialmente en el primer trimestre, con la guerra del Golfo Pérsico ya iniciada, pero antes del “bencinazo”. Adicionalmente, se puede agregar que el componente de construcción en la inversión ha caído en los últimos cuatro trimestres.

En vista de lo anterior, parece razonable concluir que, aunque el manejo del nuevo gobierno puede haber contribuido marginalmente al deterioro de la evolución de la economía, no es responsable de los malos resultados que tendrá este año y se ha documentado que el problema de falta de crecimiento se inició en el segundo trimestre de 2025. El pésimo resultado de la minería, explicado por causas propias del sector y de larga data considerando los tiempos necesarios para que se realicen inversiones y que estas lleguen a reflejarse en la producción, solo agrava el panorama. Cabe recordar respecto de la minería, que su nivel de actividad en agosto es el más bajo desde 1996, mientras que el promedio de los primeros ocho meses del año es el peor desde el período de ocho meses terminado en abril de 1997. Pero el problema no es solo la minería.

El mercado del trabajo ha experimentado un deterioro que precede a la pandemia y que, superada esta emergencia, se recuperó solo parcialmente golpeado por el alza de 17% real en el salario mínimo entre mayo de 2021 y julio de 2024 en un contexto de productividad estancada. A lo anterior se agrega la reducción en la jornada laboral de 45 a 40 horas, sin ajuste compensatorio de remuneraciones que equivale, a un aumento de 12,5% en remuneraciones reales cuando se complete la transición en 2028. Por último, la reforma previsional aprobada el año pasado sube las cotizaciones previsionales en agosto de cada año hasta 2033, pasando de 10% a 18,5%, aumentando el costo laboral para los empleadores.

El efecto acumulativo de estas medidas, en un contexto de productividad estancada, y con amenazas adicionales por el cambio tecnológico, solo puede tener un solo resultado: un aumento sostenido en la tasa de desempleo de equilibrio, que el Banco Central estima entre 8,2% y 8,8%. El deterioro en el mercado del trabajo, con un incremento en la informalidad, baja de expectativas y desaceleración en el crecimiento de la masa salarial, contribuye a explicar el bajo dinamismo del consumo que es el principal componente de la demanda interna.

La debilidad de la inversión, especialmente durante el primer semestre de este año es un poco más difícil de explicar, pero el componente de construcción está atravesando una crisis muy importante que mantiene un stock elevado de viviendas sin vender. Para el resto no hay una explicación específica, pero es evidente que Chile ya no es lo que solía ser en cuanto a confiabilidad y estabilidad en las reglas del juego. De hecho, la clasificación de riesgo del país ha sido rebajada dos veces en la última década por las tres clasificadoras internacionales principales, por el deterioro en la situación fiscal que no se ha corregido. Adicionalmente, la institucionalidad se ha debilitado y es dudoso que se recupere en un horizonte cercano. El estallido de 2019 que llevó casi al derrocamiento del gobierno legalmente constituido, el posterior espectáculo burdo de la Convención Constitucional y la persistencia de opiniones que buscan mantener abierta la posibilidad de un cambio constitucional, establecen una diferencia significativa con el país que conocíamos hasta el 17 de octubre de 2019. Además, se han completado unos 12 años de crecimiento extremadamente bajo que son el resultado de un deterioro acumulativo en los factores que explican el crecimiento, particularmente la tasa de inversión y el crecimiento de la productividad.

En definitiva, la recesión que enfrenta Chile este año parece ser el resultado de un conjunto de factores externos e internos, a pesar de la notable situación de los términos de intercambio. Lo novedoso de este escenario es que es la primera vez en muchas décadas en que se da esta situación sin una causa externa y/o interna muy clara y definida a la que pueda vincularse la recesión. Por el contrario, el estancamiento de la economía desde el segundo trimestre de 2025, aunque hay un conjunto de factores puntuales que contribuyen a explicarlo, algunos claramente transitorios, como los relativos al accidente del El Teniente, el “bencinazo”, los problemas de las capturas pesqueras y la crisis de la construcción no parecen ser suficientes para explicar el cuadro completo. Por el contrario, parecen existir causas más profundas vinculadas al deterioro secular del crecimiento desde 2013 por la implementación de políticas inadecuadas y el debilitamiento institucional sostenido.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3. TEMA ESPECIAL

3.1 La nueva ola de nacionalización

Como resultado de las nuevas tendencias de dar a la política económica un sesgo nacionalista se ha producido un impulso a que el Estado tome participación en actividades productivas consideradas estratégicas. En el último siglo esta es la cuarta ola de estatismo según lo señala el profesor de historia moderna de Cornell Nicholas Mulder, publicada en la edición de junio de Finanzas y Desarrollo y que reproducimos aquí por el interés que tiene el tema y que ha tenido impacto en Chile por el impulso a la industria del litio con injerencia estatal a través de CODELCO en su pacto con SQM.

Los gobiernos están nacionalizando empresas y recursos privados al ritmo más rápido en 50 años. Basado en las múltiples oleadas de nacionalizaciones del siglo pasado, este cambio alterará el panorama económico mundial.

Desde 2020, los gobiernos de todos los continentes han nacionalizado propiedades pertenecientes a sus propios ciudadanos y a inversores extranjeros. Francia y Alemania nacionalizaron empresas de servicios públicos y electricidad. Francia puso bajo control estatal el astillero más grande de Europa. El Reino Unido nacionalizó los ferrocarriles y la siderurgia.

Rusia ha confiscado más de US\$ 48 mil millones en puertos, fábricas y empresas de consumo desde que invadió Ucrania en 2022. Estados Unidos adquirió una participación mayoritaria en el único productor nacional de tierras raras del país. Y una lista cada vez mayor de países se ha apoderado de recursos de propiedad extranjera como litio, oro, uranio, níquel e incluso aceite de palma. Aunque las valoraciones son objeto de controversia, entre 2016 y 2026 se nacionalizaron activos por un valor de entre 239.000 y 544.000 millones de dólares.

La inestabilidad geopolítica, las perturbaciones en los mercados de materias primas y el desarrollo de las energías renovables impulsan estas nacionalizaciones. Y a medida que más gobiernos adoptan políticas económicas intervencionistas, la actual ola de nacionalizaciones no muestra signos de disminuir. Estas nacionalizaciones modificarán, pero no ralentizarán, la integración económica y financiera global. En cambio, podrían reconfigurar los patrones a largo plazo del comercio y la inversión internacionales.

Esta es la cuarta gran ola de nacionalizaciones en los últimos 100 años. El ritmo y el momento de las nacionalizaciones generalmente reflejan una combinación de urgencia política, condiciones monetarias y movilidad de capitales (véase la Tabla N°3.1).

La primera ola se produjo en la década de 1930, durante la Gran Depresión. La segunda comenzó a finales de la década de 1940, cuando muchos países construyeron economías mixtas tras la Segunda Guerra Mundial. En la década de 1970, la descolonización, el fin del sistema cambiario de Bretton Woods, las crisis energéticas y las presiones inflacionarias impulsaron una tercera ola.

Existe una considerable variedad en la forma y el contenido de las nacionalizaciones. No todas implican la imposición de la propiedad estatal. En algunos casos, el papel del Estado ha consistido en facilitar la transferencia de activos de un propietario privado a otro mediante una venta forzosa. Algunas adquisiciones son confiscaciones directas, mientras que otras son expropiaciones compensadas. Todas utilizan instrumentos políticos y legales para someter la propiedad privada al control nacional y renegociar la relación entre el Estado y el capital.

¿Qué distingue la creciente ola de nacionalizaciones en la década de 2020? Consideremos la historia de las tres olas anteriores, cada una de mayor magnitud que la anterior.

TABLA N° 3.1

TABLE 1				
Nationalization waves				
Each featured a different combination of monetary regime, pricing environment, trends in trade, and sectoral focus.				
	Wave I: 1931-38	Wave II: 1945-52	Wave III: 1970-79	Wave IV: 2020-present
Monetary regime	End of gold standard fixed-rate system	Bretton Woods fixed-rate system	End of Bretton Woods fixed-rate system	Floating-rate system
Global price environment	Deflationary	Inflationary	Inflationary	Inflationary
Dominant trend in global trade	Increased protectionism	Increased liberalization	Increased liberalization	Increased protectionism
Sectoral focus of nationalization	Banking and industry	Industry, utilities, transportation	Energy and commodities	Commodities, utilities, mining
SOURCE: Mulder, Nicholas. Forthcoming. <i>The Age of Confiscation: Making and Taking Property in the Creation of the Modern World</i> . London: Allen Lane.				

Primera ola: década de 1930

La economía mundial integrada de las décadas de 1870 a 1930 se sustentaba en dos pilares: el libre comercio relativo y el patrón oro internacional. Estas políticas facilitaron grandes flujos de inversión extranjera. Las economías ricas, como Francia, Alemania y el Reino Unido, acumularon grandes reservas de capital en el extranjero que representaban entre el 50 y el 160 por ciento de su PIB.

Si bien la Primera Guerra Mundial erosionó gran parte de esta inversión de capital transfronteriza, el conflicto no destruyó la integración del mercado global. En cambio, reorientó la economía mundial en torno al crecimiento estadounidense en la década de 1920, cuando la inversión y el comercio internacionales se expandieron nuevamente bajo un patrón oro revitalizado.

La Gran Depresión puso fin al libre comercio y a los flujos de capital, y desencadenó la primera ola mundial de nacionalizaciones. A partir de 1928-1929, se desencadenó una serie de crisis en cascada: primero en los precios de las materias primas, luego en los mercados bursátiles y el comercio mundial, y finalmente en el orden monetario internacional.

Para evitar el colapso del sistema financiero, varios países nacionalizaron la totalidad o una parte de sus sistemas bancarios. Entre 1931 y 1935, Estados Unidos nacionalizó cerca de un tercio del capital financiero, y en Alemania más de la mitad del capital bancario pasó a ser de propiedad estatal. Italia nacionalizó el 20% de los activos industriales y financieros privados entre 1931 y 1933. La propiedad estatal se expandió en Francia, que nacionalizó su industria aeronáutica y sus ferrocarriles; en el Reino Unido, que nacionalizó los yacimientos de carbón; y en Bolivia y México, que se hicieron cargo de las compañías petroleras de propiedad extranjera.

Estas medidas a menudo respondieron a una crisis urgente, y algunas fueron posteriormente revertidas. Sin embargo, al haberse producido en las economías más avanzadas de la época, tuvieron un efecto facilitador significativo en las economías en desarrollo. Además, el comercio mundial y los préstamos transfronterizos se contrajeron drásticamente, y muchos gobiernos impusieron controles de capital. Estos acontecimientos permitieron las nacionalizaciones a un costo relativamente bajo, sin temor a provocar fuga de capitales ni reacciones adversas de los mercados internacionales.

La ola de nacionalizaciones de la década de 1930 fue un síntoma de la desintegración económica y financiera mundial. A corto plazo, evitó quiebras, pero también fragmentó los mercados nacionales y redujo el comercio y la inversión internacionales. Con el tiempo, una mayor participación estatal otorgó a los gobiernos mayor autonomía en la formulación de políticas y les permitió contribuir a un nuevo orden económico internacional al final de la Segunda Guerra Mundial.

Segunda ola: finales de la década de 1940

Tras la Segunda Guerra Mundial, se produjo una nueva ola de nacionalizaciones en las economías europeas, latinoamericanas y asiáticas.

Surgió un modelo económico mixto en el que la inversión pública a gran escala coexistía con mecanismos de mercado privados. El sistema de tipo de cambio fijo establecido en Bretton Woods en 1944 aportó estabilidad financiera internacional, lo que facilitó las nacionalizaciones al reducir el riesgo de fuga de capitales. En muchos países, la alta inflación permitió a los gobiernos elegir el momento más propicio para comprar las acciones de los accionistas privados. Y dado que los gobiernos financiaron las nacionalizaciones mediante la emisión de bonos, la inflación también contribuyó a reducir el coste real del servicio de la deuda.

De esta forma, el Reino Unido nacionalizó el Banco de Inglaterra y las industrias de la aviación, el carbón, las telecomunicaciones, el transporte, la electricidad, el gas y el hierro y el acero. Francia se hizo cargo del Banco de Francia; las instituciones financieras privadas poseían el 80% de los depósitos bancarios; los sectores del carbón, la electricidad y las telecomunicaciones, así como varias industrias importantes, fueron nacionalizados. Se produjeron nacionalizaciones similares en Argentina, Austria, Brasil, Checoslovaquia, India, Indonesia, Irán, Italia, Japón y en estados socialistas de Europa del Este.

Esta segunda ola de nacionalizaciones tuvo un enfoque sectorial más amplio, un desarrollo más sistemático y se implementó de forma más gradual que las acciones apresuradas de la década de 1930. Esto permitió a los inversores privados ajustar sus expectativas, redujo la volatilidad económica e impidió que las nacionalizaciones perturbaran el rápido crecimiento de las tres primeras décadas de la posguerra.

Un factor determinante fue que las economías europeas se apropiaron principalmente de la propiedad de sus propios ciudadanos. Esto les permitió gestionar el proceso a través de instituciones políticas, garantizando una mayor estabilidad y legitimidad democrática. Por el contrario, cuando las economías en desarrollo se apropiaron de la propiedad de inversores occidentales, los riesgos fueron mayores y las disputas diplomáticas e incluso los conflictos directos eran posibilidades reales.

La ola de nacionalizaciones de la posguerra desempeñó un importante papel catalizador para la economía mundial. Las empresas estatales lideraron la movilización de grandes sumas para la inversión y contribuyeron al rápido crecimiento económico en las economías avanzadas. Si bien existían ineficiencias inevitables en la asignación de recursos, se obtuvo un control político proporcional sobre las prioridades de inversión. Los países con altos niveles de propiedad nacionalizada no tuvieron un desempeño inferior al de las economías con mayor inversión del sector privado hasta la década de 1970.

Tercera ola: década de 1970

La primera y la segunda ola de nacionalizaciones tuvieron lugar cuando las naciones occidentales y del Atlántico Norte dominaban la economía mundial. El posterior desmantelamiento de los imperios europeos incrementó el número de estados soberanos: la membresía en la ONU pasó de 51 naciones en 1945 a 127 en 1970. Estas nuevas economías nacionales buscaban hacerse un hueco en la división global del trabajo. Sin embargo, muchas naciones latinoamericanas, africanas y asiáticas exportadoras de materias primas aún dependían del capital extranjero.

Dos crisis impulsaron un aumento en las nacionalizaciones. La primera fue el fin del sistema de Bretton Woods. La devaluación del dólar estadounidense por parte del presidente Richard Nixon en agosto de 1971 provocó una conmoción entre los productores de materias primas que obtenían ingresos por exportaciones en dólares. Los productores de petróleo aumentaron su participación en compañías petroleras extranjeras para captar una mayor proporción de los ingresos en una moneda debilitada.

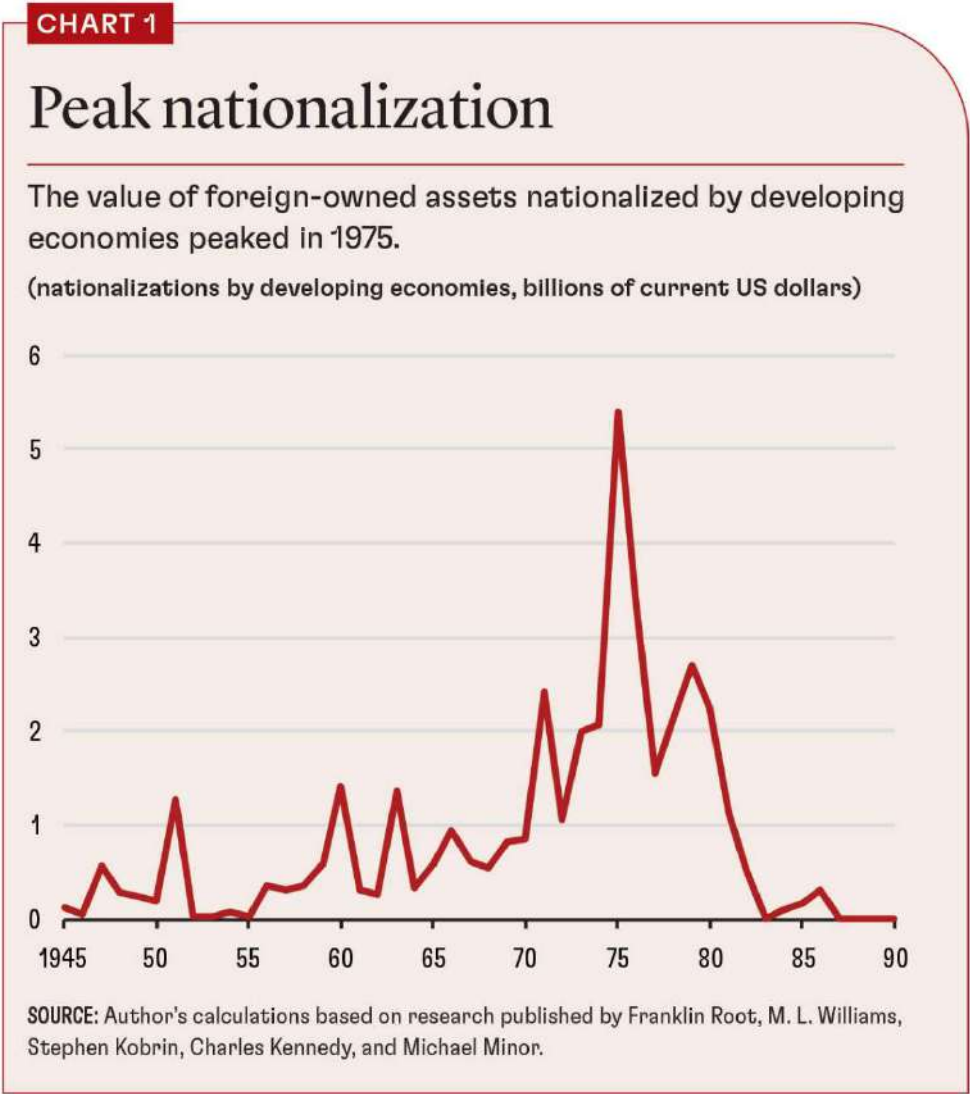
La crisis del petróleo de 1973 causó un aumento masivo en el precio de la energía y los minerales, lo que impulsó a los países con recursos naturales a aprovechar el auge de las materias primas. La investigación de Stephen Kobrin muestra que el ritmo de las expropiaciones se aceleró; alcanzó su punto máximo en 1975, cuando 28 países llevaron a cabo 83 expropiaciones, una cada cuatro días, en promedio. Entre 1971 y 1980, las economías en desarrollo nacionalizaron al menos 26 mil millones de dólares en propiedades extranjeras, lo que representa el 11% de la inversión extranjera directa total en el mundo en desarrollo en 1980.

La tercera ola de nacionalizaciones fue más amplia, más prolongada y los recursos involucrados fueron más valiosos que cualquiera de las anteriores (véase el Gráfico N°3.1). El éxito de las primeras nacionalizaciones alentó a otras economías a realizar intervenciones similares. La inflación provocada por las crisis monetarias y energéticas facilitó las nacionalizaciones, ya que los pagos a los propietarios resultaron más baratos en términos reales.

Las economías latinoamericanas, africanas y de Oriente Medio pudieron, por lo tanto, nacionalizar gran parte de sus recursos durante la década de 1970. Sin embargo, la mayor ola de nacionalizaciones de la historia se vio truncada por las políticas monetarias contractivas adoptadas por la Reserva Federal a partir de 1979, que redujeron la inflación y ralentizaron el crecimiento mundial.

El efecto económico internacional más significativo de la ola de nacionalizaciones de la década de 1970 fue el enorme volumen de deuda soberana que generó, dado que la mayoría de las economías en desarrollo pagaban compensaciones a los inversores, sus obligaciones externas aumentaron. Cuando las tasas de interés se dispararon a principios de la década de 1980, esto las expuso a grandes riesgos de refinanciamiento y desencadenó crisis de deuda desde Jamaica hasta Zaire. En los años posteriores, muchos activos nacionalizados se privatizaron a medida que los mercados de capitales se integraban más y los gobiernos buscaban formas de reducir la deuda pública.

GRÁFICO N° 3.1



Cuarta ola: década de 2020

La actual ola de nacionalizaciones se originó tras la crisis financiera mundial de 2008 y las adquisiciones de emergencia de varias instituciones financieras importantes. En la mayoría de los casos, estas medidas se revirtieron al venderse las empresas de nuevo al sector privado, pero se han producido nacionalizaciones más permanentes desde finales de la década de 2010. Algunas fueron respuestas a importantes perturbaciones de la oferta y la demanda mundiales, como la pandemia de COVID-19 de 2020 y el aumento de los precios de las materias primas en 2022 provocado por la invasión rusa de Ucrania.

Otras adquisiciones buscan abordar desafíos más amplios, como el cambio climático. La nacionalización de minerales para tecnologías renovables, por ejemplo, puede permitir a las naciones exportadoras obtener ventajas en los precios. Otro tipo de adquisiciones refleja consideraciones de seguridad nacional y el deseo de los gobiernos de controlar recursos considerados vitales para la competencia estratégica.

Las nacionalizaciones geopolíticas aumentarán el riesgo de la inversión extranjera directa entre adversarios estratégicos. Sin embargo, esto no necesariamente reducirá la integración económica y financiera global. En cambio, es posible que fluya más comercio, crédito e inversión dentro de bloques geopolíticamente alineados, y los estados neutrales pueden atraer capital extranjero posicionándose como intermediarios confiables y destinos seguros para la inversión.

Las nacionalizaciones suelen producirse en oleadas porque responden a factores externos e internos de amplio alcance. Cuando los precios de las materias primas suben, la perspectiva de captar una mayor proporción de los ingresos por exportaciones resulta atractiva. Las nacionalizaciones exitosas demuestran la facilidad y conveniencia de tales políticas para otros. Este "efecto demostración" ayuda a explicar por qué históricamente las nacionalizaciones se agrupan en movimientos procíclicos y ondulatorios.

Los gobiernos pueden nacionalizar con mayor facilidad en épocas de inflación, cuando los costos reales de las adquisiciones compensadas son menores. Sin embargo, una mayor movilidad de capitales suele frenar las nacionalizaciones al ofrecer a los inversores más opciones de salida y acelerar las reacciones del mercado, lo que limita la actuación de los gobiernos. El auge de las nacionalizaciones en la actualidad, a pesar de la histórica integración del mercado de capitales, evidencia la existencia de fuertes fuerzas macroeconómicas y geopolíticas que favorecen las adquisiciones y la creciente convicción política de que las nacionalizaciones constituyen un instrumento vital de política económica en una era de fragmentación geoeconómica.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

4. COYUNTURA NACIONAL

4.1 Cuentas externas y tipo de cambio: Desequilibrio

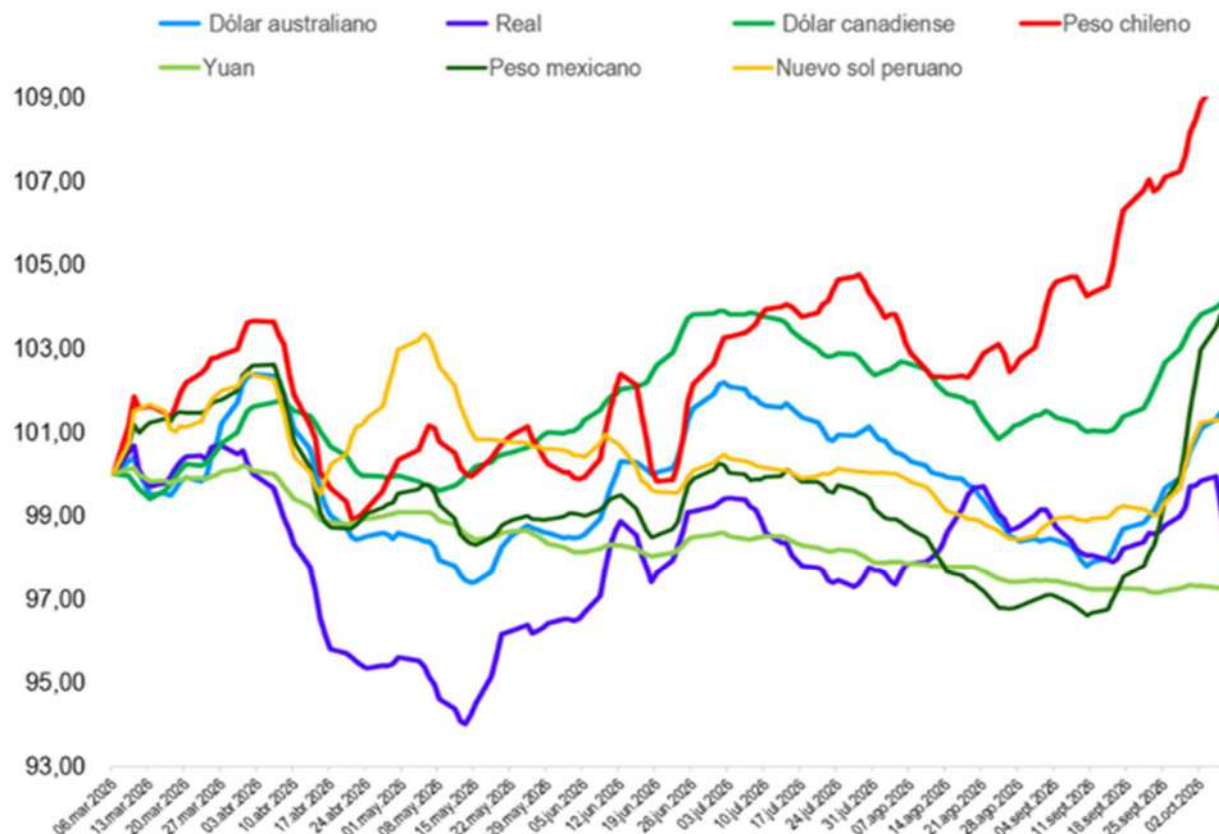
Nuestras Cuentas Externas están en niveles muy favorables, diríamos que extraordinarios. Récord histórico en superávit de Balanza Comercial acumulado en doce meses, más de US\$ 34 mil millones; muy bajo déficit acumulado anual en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, con superávit para el último trimestre publicado. Estamos muy cerca del récord histórico en nuestros términos de intercambio (relación de precios de exportación e importación), y se espera una muy significativa recuperación en la inversión extranjera a lo largo de los próximos trimestres, según proyecta la Corporación de Bienes de Capital y el mismo Banco Central.

Con el mix anterior podríamos esperar una importante apreciación de nuestra moneda, sin embargo, ha acontecido todo lo contrario. El peso chileno, tal cual se observa en el gráfico siguiente, aparece como una de las monedas más castigadas del mundo. La razón, como lo señalamos en otra sección de este informe, hay que buscarla en el bajo nivel de nuestra tasa de interés local, que se rige por la Tasa de Política Monetaria del Banco Central. Si a ello sumamos malas expectativas económicas internas, actividad estancada, y un Banco Central que no parece dispuesto a hacerse cargo del desalineamiento del tipo de cambio respecto de sus niveles de equilibrio, tenemos la explicación del actual altísimo precio del dólar en el mercado local.

GRÁFICO N°4.1

COMPORTAMIENTO DEL PESO CHILENO RESPECTO DE OTRAS MONEDAS DE REFERENCIA

(Índice 2 de marzo de 2026 = 100)



Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg.

¿Cuándo volverá el tipo de cambio real a alinearse con sus fundamentos? Probablemente a lo largo de los próximos trimestres, fenómeno que se concretará por un mix de mayor inflación interna y algo de caída en el tipo de cambio observado. El proceso de ajuste sería más rápido si, como otros bancos centrales, el nuestro estuviera evaluando seriamente subir su TPM, con un discurso en esa línea. Sin embargo, no es razonable esperar eso, de hecho, no se nos olvide, nuestro Banco Central más bien contribuye a la depreciación de nuestra moneda, no sólo por el bajo nivel de la TPM, sino también porque compra dólares todos los días en el mercado local, acorde con su política de acumulación de reservas, sin comentarios.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

4.2 Actividad y gasto: Mirando a 2027

Este año ya está jugado. Podemos discutir si se registrará una leve expansión, el mercado ahora apuesta a 0,2 %, pero la verdad es que décimas más, décimas menos, es un año perdido en materia de crecimiento. Lo primero es aclarar que esto no se explica por un fenómeno puntual de la capacidad de oferta, particularmente de producción minera, es más bien efecto de una demanda total deprimida, lo que se explica por una contracción de la inversión esperada y un muy bajo crecimiento del consumo total.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, efectivamente la producción de cobre registra una fuerte caída, sin embargo, hay que entender que el peso de la minería en el PIB total de la economía chilena es inferior al 10 %, si tomamos como referencia el año 2025, por lo que difícilmente puede explicar el pobre crecimiento total del presente año.

GRÁFICO N°4.2
TONELADAS MÉTRICAS DE PRODUCCIÓN DE COBRE CHILE.
(Serie mensual. Promedio móvil 12 meses)



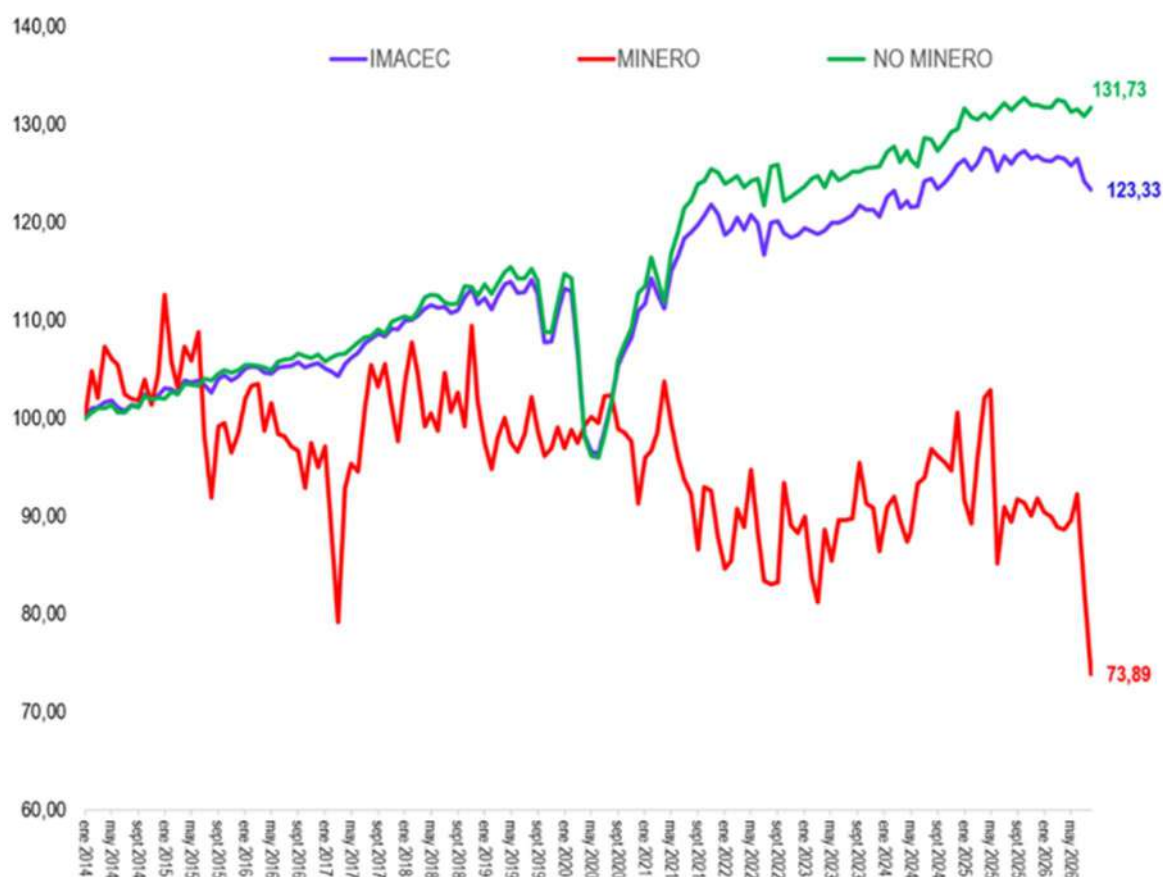
Fuente: Cochilco

Si medimos el crecimiento acumulado a agosto del PIB no minero, registra un alza de 0,4 % con relación al mismo período de 2025, en la serie desestacionalizada. Cuando agregamos la producción minera, dicha alza se transforma en una baja de 0,5 %. Si medimos, sin embargo, el comportamiento del último trimestre móvil conocido, hay alguna señal de esperanza. El Imacec total cae 0,5 % respecto al trimestre móvil anterior, muy afectado por la caída en minería, mientras el Imacec no minero anota un crecimiento de 0,4 % respecto a la misma base.

GRÁFICO N°4.3

IMACEC TOTAL, MINERO Y NO MINERO

(Serie desestacionalizada. Base enero 2014 = 100)



Fuente: Elaborado con Cifras del Banco Central de Chile.

¿Qué nos permite ser más optimistas para 2027? Se ha despejado bastante incertidumbre una vez promulgada la Ley de reconstrucción, particularmente en aspectos que algunas industrias esperaban antes de tomar decisiones, como es el caso de la industria inmobiliaria y de la construcción. Podemos asumir que la inversión total tendrá un muy buen desempeño el próximo año, con un crecimiento algo por debajo del 10 %, y que la inversión en construcción registrará un fuerte repunte, lo que arrastra a otros sectores que la abastecen y tiene un importante impacto sobre el empleo. En teoría, esto despertaría gradualmente un círculo virtuoso de inversión, empleo e ingreso que contribuiría a despertar la demanda agregada. ¿Cuánto es razonable proyectar de crecimiento para 2027? En su última encuesta de octubre que recoge el Banco Central el mercado está esperando un crecimiento de 3,0 %, nosotros creemos que, en el escenario base, será incluso algo mayor.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

4.3 Empleo y Remuneraciones: Crónica de una crisis anunciada

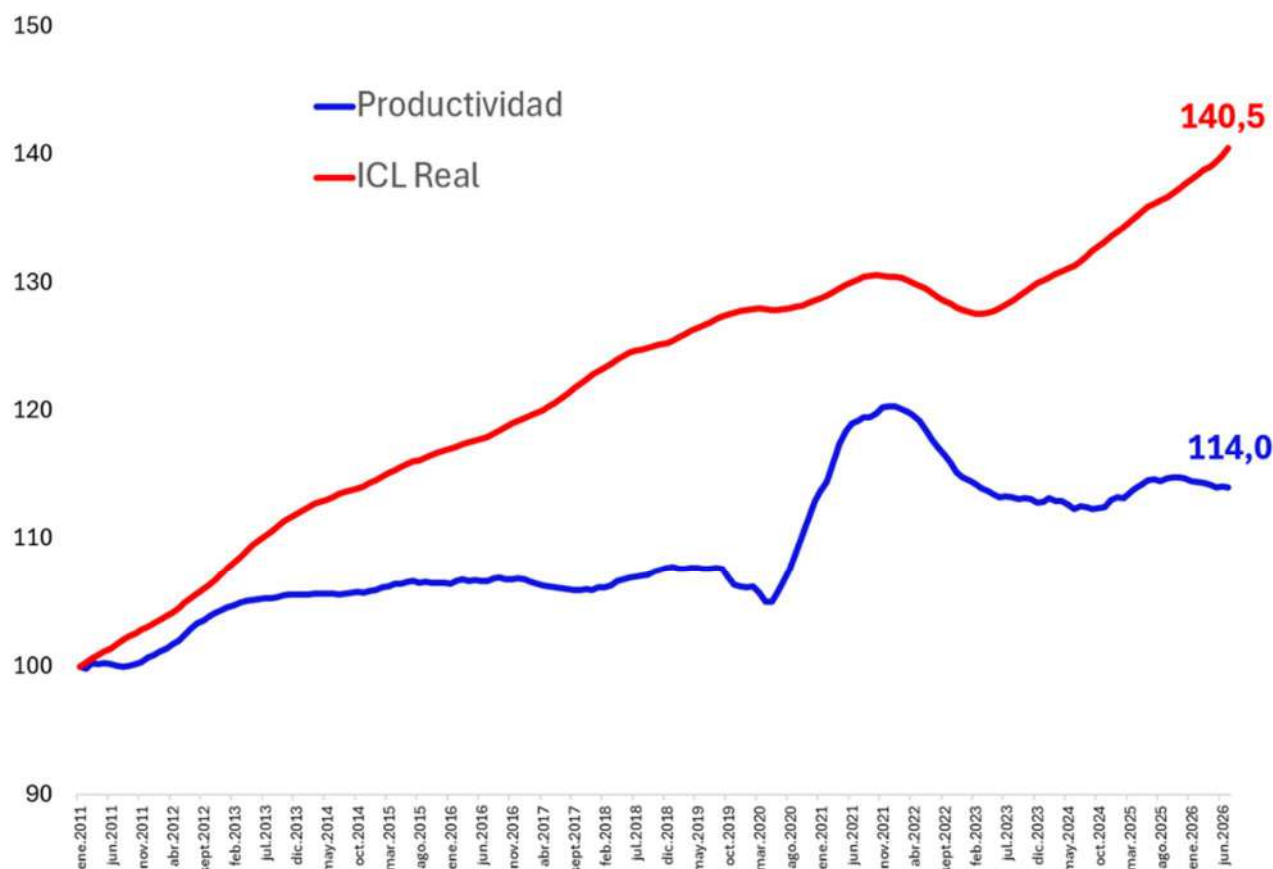
Hace más de dos años que venimos advirtiendo en este informe, tal cual lo han hecho economistas expertos en el tema, que estábamos en una seria crisis en el mercado laboral. Las razones las hemos presentado, una combinación muy compleja, encarecimiento de la mano de obra por sobre la productividad y cambios tecnológicos ahorradores de capital humano.

En el gráfico siguiente se observa un ejercicio muy simple, la trayectoria del producto por trabajador, usando el IMACEC desestacionalizado y el empleo, y el índice de costo laboral real (ICLR). El divorcio entre las dos curvas viene hace bastante tiempo, pero a lo largo de los últimos trimestres de ha incrementado. Para tener una referencia, desde marzo de 2023, el ICLR ha aumentado en un 10,1 %, mientras el producto por trabajador lo ha hecho sólo 0,2 %. Esto permite entender las decisiones que están tomando los empleadores, en la medida de lo posible, sustituir o disminuir el uso de mano de obra por la vía de sustitución por maquinarias y nuevas tecnologías.

GRÁFICO N°4.4

INDICADOR DE COSTO SALARIAL REAL Y PRODUCTO POR TRABAJADOR.

(Índice enero de 2011 = 100)



Fuente: Elaborado con cifras del INE y Banco Central

Es utópico pensar que el desequilibrio que se observa en el gráfico pueda corregirse en un periodo acotado de tiempo. Los costos seguirán subiendo, por la reducción acordada de jornada para los próximos años y la mayor cotización previsional. Ello esperamos que no se complique aún más con incrementos importantes del salario mínimo real en negociaciones futuras.

El desempleo puede caer algo respecto de los niveles altísimos actuales a partir de los próximos trimestres, por el esperado incremento en la inversión en general y en construcción habitacional en particular. Sin embargo, la tasa natural de desempleo se mantendrá muy por sobre los niveles prepandemia mientras no seamos capaces de acotar la brecha que se observa en el gráfico. Para ello se requiere incrementos importantes de productividad, poco probable en el corto plazo, o caídas relevantes en los costos salariales, lo que tiene cero factibilidades.

Con todo, la crisis en el mercado laboral se prolongará, esperemos que, con intensidad decreciente, por mucho tiempo hacia delante. Una eventual reforma a la regulación del mercado laboral, actualmente en discusión, que tienda a flexibilizar el funcionamiento del mercado laboral, podría realizar un importante aporte, esperemos que nuestro parlamento sea capaz de entender lo urgente que resulta.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

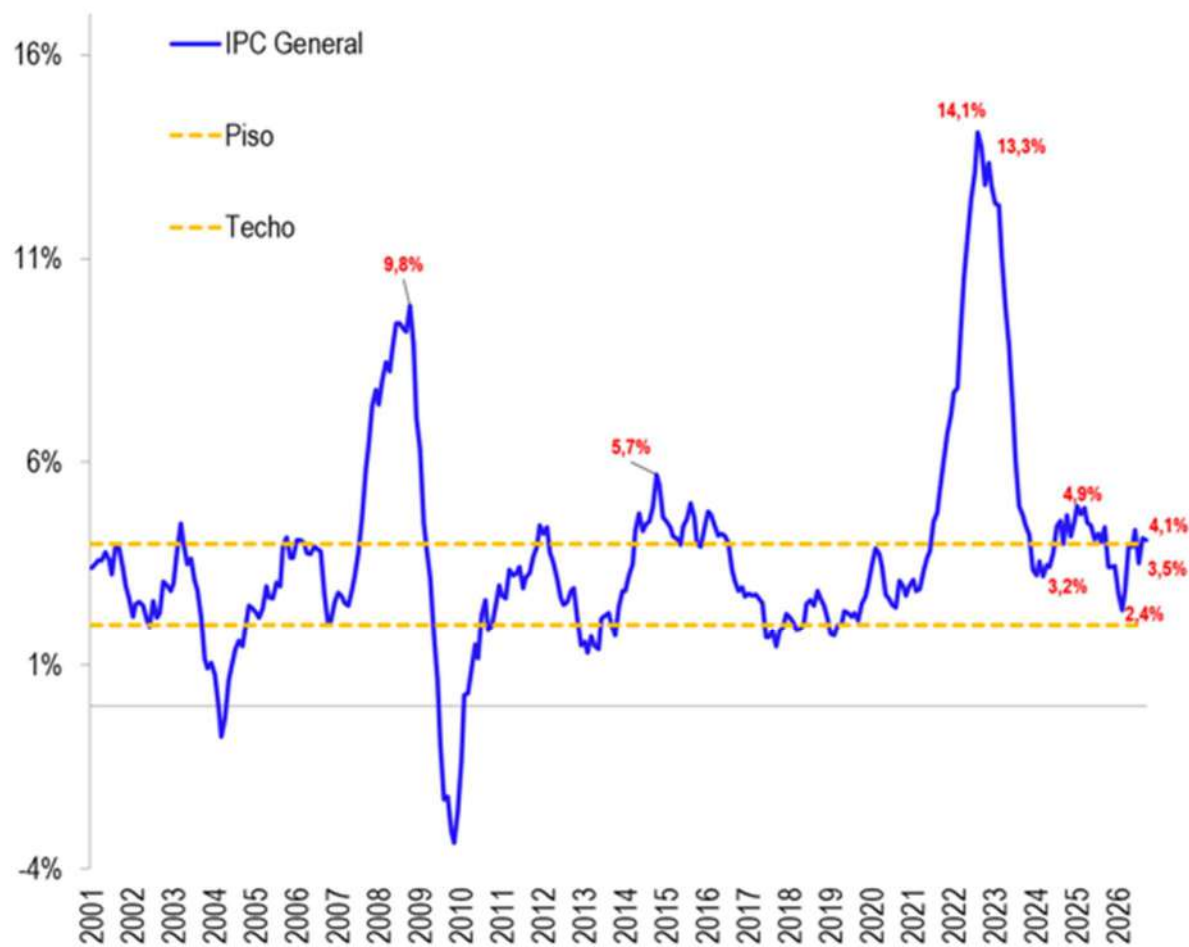
4.4 Inflación y política monetaria: La importancia del tipo de cambio

Nuestro Banco Central, a diferencia de la inmensa mayoría de las entidades equivalentes en el mundo, deja que un precio clave, el tipo de cambio, quede completamente al arbitrio especulativo de los mercados, permitiendo que se desalinee significativamente de sus fundamentos reales y su nivel de equilibrio. Cuando el tipo de cambio observado se sitúa muy por sobre su nivel de equilibrio real, el ajuste hacia el equilibrio viene más temprano que tarde por dos vías alternativas, caída en el observado (la deseada y sana) o mayor inflación.

Hoy estamos con la inflación total por sobre el techo del rango meta, y todo indica que se alejará aún más hacia arriba en el transcurso de los próximos meses. Nuestro Banco Central, al parecer tranquilo y conforme, argumenta dos cosas: que el traspaso a inflación al cabo de 12 a 24 meses de una devaluación es muy acotado (bajo *pass-through*), y que las expectativas de inflación a 24 meses, horizonte meta, están ancladas al 3,0 %, centro del rango objetivo.

La realidad de las cifras, sin embargo, refleja nítidamente la miopía de la autoridad. Primero, si bien desde 2020 el 77% de los meses las expectativas de inflación están ancladas al 3,0 %, lo cierto es que desde ese año la inflación promedio ha sido 5,6 %, casi el doble del objetivo, y que se ha situado sobre el techo del rango meta en el 81% de los meses desde ese año.

GRÁFICO N° 4.5
INFLACIÓN TOTAL
(Variación % 12 meses)



Fuente: Elaborado con Cifras del INE y Banco Central.

Tenemos una Tasa de Política Monetaria muy baja en el contexto internacional. Cuando se la compara en su proyección real a 12 meses, tomando expectativas de inflación de mercado, es la mitad de la mexicana, menos de un tercio de la colombiana y menos de 1/6 de la brasilera. Se ubica más bien en las inmediaciones de las tasas reales proyectadas de las economías desarrolladas. Este desalineamiento en nuestra tasa de interés es la principal causa de que el tipo de cambio real se ubique hoy 10,5% por sobre el nivel de referencia de largo plazo, que ha entregado nuestra propia autoridad monetaria (IPOM de junio), y 18,9% por sobre el promedio de la década pre-estallido.

Lamentablemente, una vez más, el ajuste vendrá, con más inflación durante los próximos meses. El Banco Central tiene que ser capaz de mirar más allá de su modelo simplificado de brechas de capacidad y expectativas de inflación. Necesitamos que la autoridad monetaria despierte a la realidad, amplíe su mirada, e incorpore, como lo hace el mercado, los fenómenos financieros con mayor ponderación en sus decisiones de política monetaria. Nuestra TPM debe subir, a un nivel razonable, bastante más alto, acorde con la coyuntura económica y geopolítica global.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

CONTACTO

CORREO

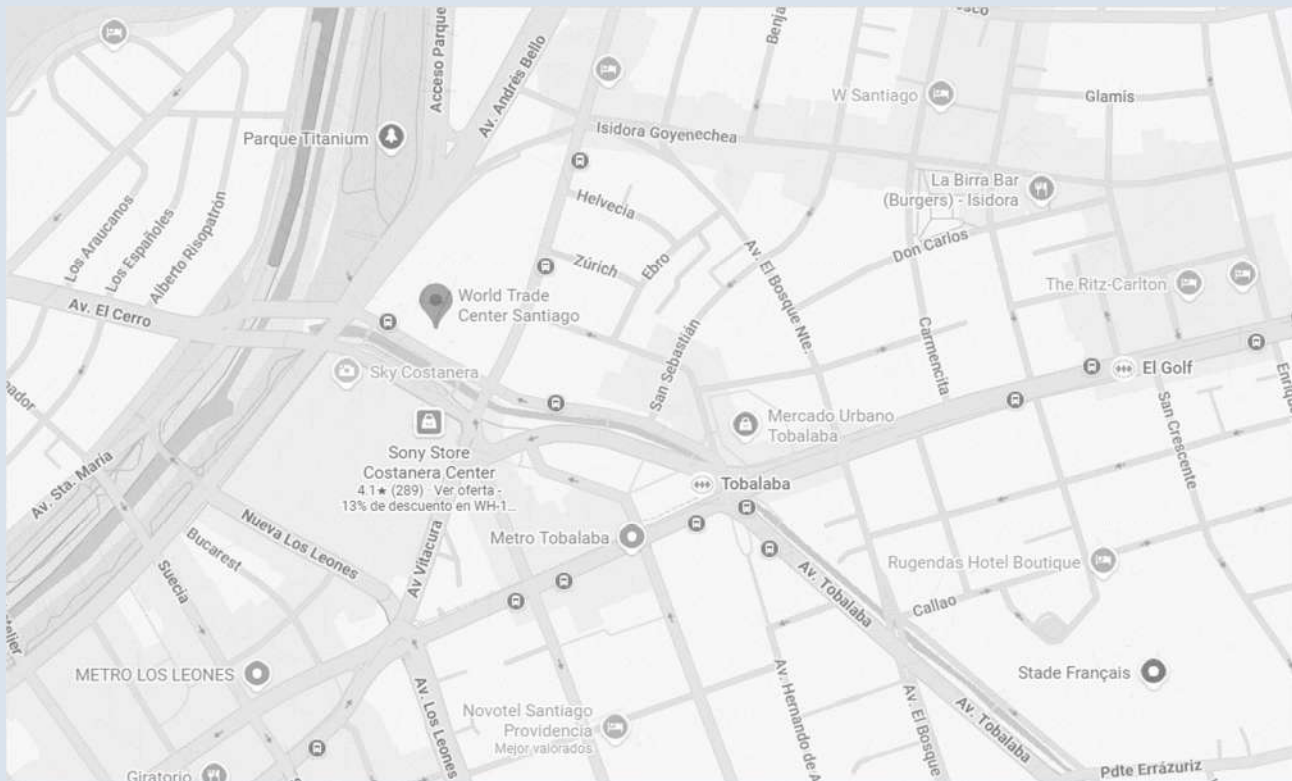
contacto@gemines.cl

WEB

gemines.cl

DIRECCIÓN

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





INFORME GEMINES **N° 553**

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