

PIB y desempeño de las empresas: ¿qué tanto se ven afectados los ingresos y la rentabilidad?

Los ingresos tienden a seguir de cerca el ciclo económico, mientras que la rentabilidad no presenta una relación estable con la actividad

El ciclo económico suele considerarse uno de los principales determinantes del desempeño de las empresas, pero ¿qué tan directa es realmente esa relación?

Humphreys analizó 202 empresas de 25 industrias, con cierres anuales entre 2011 y 2025. El resultado muestra una diferencia marcada: mientras los ingresos acompañan de cerca los movimientos del PIB, la rentabilidad no muestra una relación estable con la actividad.

Ingresos. Para el conjunto de empresas, la correlación entre el crecimiento real de los ingresos y el del PIB es de 0,82, y sigue siendo elevada aun sin los años de pandemia. Además, los ingresos amplifican el ciclo: cada punto adicional de crecimiento del PIB se asocia, en promedio, con unos 2,1 puntos más de crecimiento de los ingresos (Ilustración 1). Así, en 2020 el PIB cayó 6,1% y los ingresos reales del conjunto, 13,0%. Esta relación, sin embargo, no se da en todas las empresas por igual: 28% de las que tienen información suficiente muestra una relación robusta entre sus ingresos y el PIB, entre ellas Forus, Sigdo Koppers, Ingevec y Empresas Copec. En el resto no se observa una relación estable con el ciclo, posiblemente porque pesan más factores propios, como proyectos, contratos o precios de su sector.

Rentabilidad. En la rentabilidad no se observa una relación estable. La correlación entre la variación del ROA y el crecimiento del PIB (0,60) se explica casi por completo por la caída y recuperación de la pandemia: al excluir 2020 y 2021 desaparece, y en el margen EBITDA incluso se invierte. A nivel individual, apenas entre 4% y 7% de las empresas con información suficiente muestra una relación robusta, en el mismo sentido, entre su rentabilidad y el PIB, lo que sugiere que pesan más factores propios de cada empresa, como su estructura de costos o su capacidad de traspasar precios.

Por industria. La sensibilidad de los ingresos es mayor en los sectores más cíclicos. En Industrial, Construcción, Inversiones, Salmones y Celulosa, cada punto de PIB se asocia con entre 3 y 4,3 puntos de crecimiento de los ingresos; en Bebidas y Alimentos, Servicios, Distribución varias y Retail, con entre 1 y 2 puntos. En las demás industrias, entre ellas Generación Eléctrica, Transmisión Eléctrica, Telecomunicaciones y Financiera, no se observa una relación robusta, y ninguna industria muestra una relación robusta entre su ROA y el PIB.

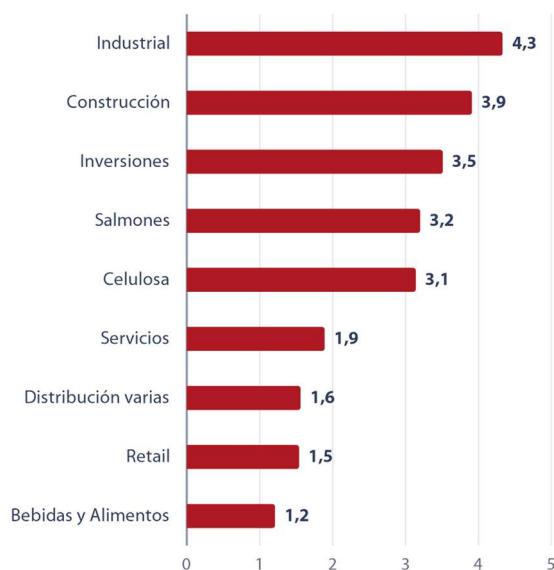


Ilustración 1: Sensibilidad de los ingresos al PIB por industria (puntos de crecimiento por cada punto de PIB).

Implicancias. Los ingresos del conjunto de empresas siguen el ciclo económico y lo amplifican, en especial en las industrias más cíclicas, mientras que la rentabilidad parece responder más a factores propios de cada empresa. Para el análisis de riesgo, esto sugiere sensibilizar los ingresos ante escenarios de menor crecimiento y evaluar márgenes y rentabilidad a partir de las características de cada emisor.

Nota metodológica: se usa el crecimiento anual oficial del PIB (Banco Central) y los ingresos en pesos reales de junio de 2026. Los resultados son evidencia de asociación, no prueba de causalidad. Se considera que una empresa o industria tiene una relación robusta con el PIB cuando la correlación se mantiene en al menos 0,3 (en valor absoluto y con el mismo signo) con todos los años, sin 2020–2021 y quitando el año más influyente, con un mínimo de 8 años de información. Es un umbral práctico, no una prueba de significancia estadística.

SECTOR / INDUSTRIA

Crédito de consumo: actores no bancarios ganan espacio frente a la banca

Mientras las colocaciones de consumo de la banca mostraron una leve contracción durante el segundo trimestre de 2026, las cooperativas y las cajas de compensación continuaron expandiendo sus carteras, consolidando una tendencia que ha permitido aumentar gradualmente la participación de los actores no bancarios dentro del financiamiento de personas que, a junio, ya llega a 17,1%.

A junio de 2026, las colocaciones de consumo de la banca alcanzaban aproximadamente \$ 31,9 billones. No obstante, entre marzo y junio de 2026 estas disminuyeron 0,4%. En contraste, las cooperativas (con colocaciones de \$ 2,5 billones) registraron un crecimiento de 0,9% en igual período, mientras que los créditos sociales administrados por las cajas de compensación (\$ 4,1 billones de colocaciones) aumentaron 3,5%. Dada la diferencia de tamaño entre segmentos, estas variaciones no son directamente comparables en montos: la caída de la banca equivale a cerca de \$ 112 mil millones, mientras que el alza de las CCAF representa alrededor de \$ 138 mil millones. Es decir, en el trimestre la expansión de las cajas compensó aproximadamente la contracción bancaria.

Al analizar la evolución desde diciembre de 2024, las colocaciones de consumo bancarias crecieron 8,2% a junio de 2026. En contraste, las cooperativas y las CCAF exhibieron incrementos de 11,2% y 27,1%, respectivamente. No obstante, en términos absolutos la banca sigue explicando la mayor parte de la expansión: del aumento cercano a \$ 3,5 billones registrado por los tres segmentos, alrededor de dos tercios correspondió a la banca y cerca de un cuarto a las CCAF.

Con todo, al crecer a un ritmo mayor, las cajas de compensación elevaron su participación sobre el stock de colocaciones de consumo desde 9,3% en diciembre de 2024 a 10,7% en junio de 2026. En contraste, la participación de la banca disminuyó desde 84,4% a 82,9%, mientras que las cooperativas se mantuvieron relativamente estables, en torno a 6,4%.

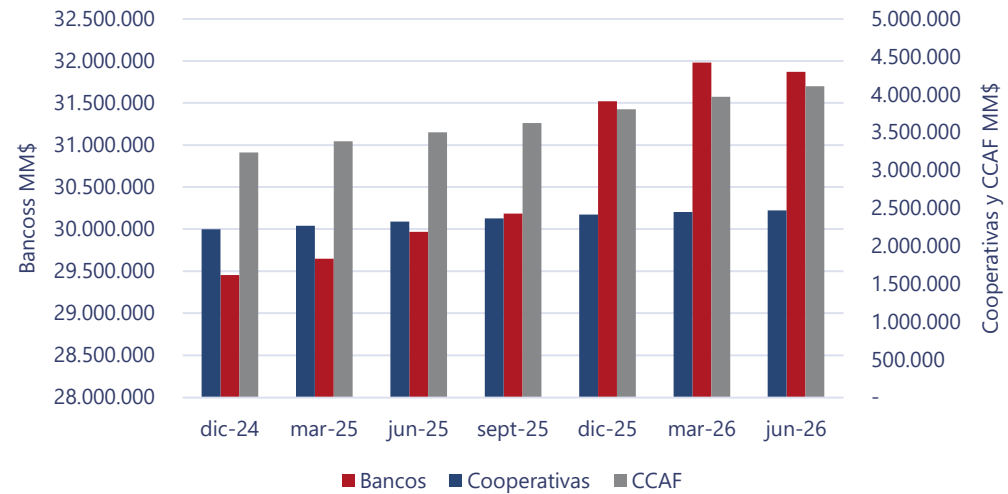


Ilustración 1: Evolución cartera consumo

En síntesis, aunque la banca sigue liderando el financiamiento de consumo, los actores no bancarios han ganado espacio en un entorno económico de bajo crecimiento. El Banco Central rebajó su proyección de crecimiento para 2026 y el desempleo aumentó. En este contexto, será clave monitorear que la expansión de las CCAF vaya acompañada de una originación prudente, considerando que el deterioro del empleo formal presiona directamente sobre su base de deudores.

CONTINGENCIA NACIONAL

Fondos generacionales

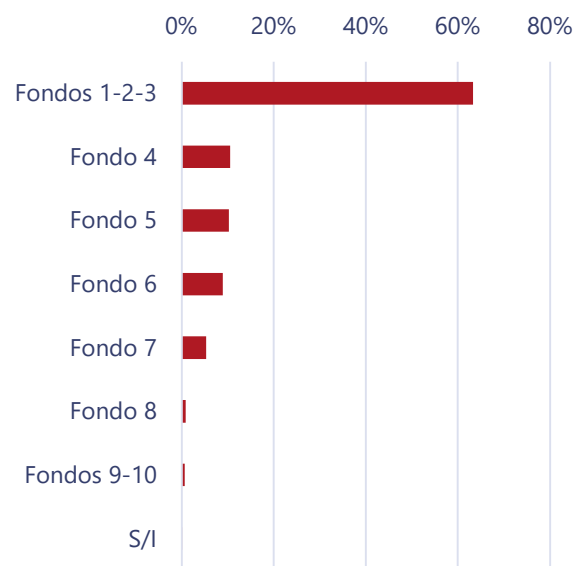


Ilustración 2: Afiliados actuales AFP según nuevo esquema de fondos generacionales (jun-26)

Se acaba la era de los multifondos y comienza la etapa de los fondos generacionales. El actual sistema se transformará en diez fondos generacionales con el objetivo de alinear el portafolio de inversiones al ciclo de vida de las personas, asumiendo la necesidad de un menor riesgo en la medida que el trabajador se va acercando a la edad de jubilación. El nuevo sistema se pondrá en marcha el 1 de abril de 2027 y las AFP tendrán 36 meses para modificar y adaptar sus carteras de inversiones; para los afiliados, el traspaso será automático.

En el sistema anterior los afiliados podían elegir el fondo que más se acomodase a su perfil de riesgo, mientras que ahora el afiliado será asignado automáticamente al fondo que, según el régimen de inversión, corresponda a su edad. Este nuevo sistema no permite diferenciar el apetito por riesgo de los afiliados de una misma edad. Sistemas similares existen en México, Australia y Reino Unido.

La estructura define diez fondos, el primero para personas de hasta 35 años; ocho fondos intermedios (en cohortes de cinco años cada uno) y uno para mayores de 75 años. Este último, el fondo de consolidación, buscará proteger las pensiones sin que el afiliado tenga que realizar cambios manuales. De acuerdo con lo informado por la Superintendencia de Pensiones, cerca de un 63% de los actuales afiliados pasarían a ser parte de los tres primeros fondos.

Los fondos generacionales agregan nuevas subcategorías de activos; de esta manera, el *pool* de activos de personas más jóvenes tendrá mayor proporción de "activos de crecimiento", como renta variable o activos alternativos; mientras que los tramos superiores estarán más orientados a "activos de protección", enfocados principalmente en renta fija. Además, modifica los límites y políticas de inversión entregando así mayor flexibilidad y opciones a las AFP para la gestión de sus carteras.

Adicionalmente, esta nueva etapa trae consigo un mecanismo de evaluación del desempeño de cada AFP. Este será medido mensualmente en periodos móviles de 36 meses contra una cartera de referencia. Si la AFP supera este *benchmark*, obtendrá un premio en rentabilidad con cargo al fondo; mientras que, en el caso contrario, esta deberá aportar de su propio patrimonio. El *benchmark* tiene una banda de tolerancia de entre 2,4% y 2,9% anual.

MISCELÁNEOS

IPC de septiembre

De acuerdo con lo informado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), el IPC subió 0,4% en septiembre, acumulando 4,0% en el año y 4,1% en doce meses, por sobre el techo del rango meta del Banco Central. Destacaron las alzas en alimentos (0,6%) y transporte (0,9%), con el diésel subiendo 10,2%. El IPC sin volátiles avanzó 0,3%.

Tasa de política monetaria

Según el comunicado de su Reunión de Política Monetaria del 27 de octubre, el Consejo del Banco Central mantuvo por unanimidad la TPM en 4,5%. La entidad advirtió que los riesgos inflacionarios han aumentado considerablemente, ante un alza cercana a 25% del petróleo desde el último IPoM y presiones en alimentos. La próxima reunión será el 15 de diciembre.

Desempleo

De acuerdo con lo informado por el INE, la tasa de desocupación llegó a 9,8% en el trimestre julio-septiembre, 1,3 pp. más que hace un año. Los desocupados aumentaron 15,3% en doce meses y superaron el millón de personas, mientras que los ocupados cayeron 1,1%. En las mujeres, la tasa alcanzó 10,5%.

Colocación de bonos

Según el hecho esencial enviado a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el 28 de octubre Banco Internacional colocó en el mercado local bonos bancarios serie AT por UF 1.220.000, a una tasa promedio de 3,22% anual, con pago de intereses semestral y amortización en una sola cuota el 1 de octubre de 2032.

