

CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 30 / DICIEMBRE 2019



20
AÑOS

ECONOMÍA INTERNACIONAL
**DEUDA GLOBAL CIERRA EL 2019 EN
MÁXIMO HISTÓRICO**

ACTIVIDAD ECONÓMICA
**BANCO CENTRAL CONFIRMA
COMPLEJO ESCENARIO PARA LA
ECONOMÍA CHILENA**

BANCA
**EFFECTOS DEL CONFLICTO
SOCIOPOLÍTICO EN EL MERCADO
FINANCIERO**

PENSIONES
**LA SOLIDARIDAD DEL SISTEMA
PREVISIONAL**

TEMA DE ANÁLISIS
**"DOES FINANCE ALTER THE
RELATION BETWEEN INEQUALITY
AND GROWTH?"**

**NUEVA NORMATIVA
FINANCIERA**

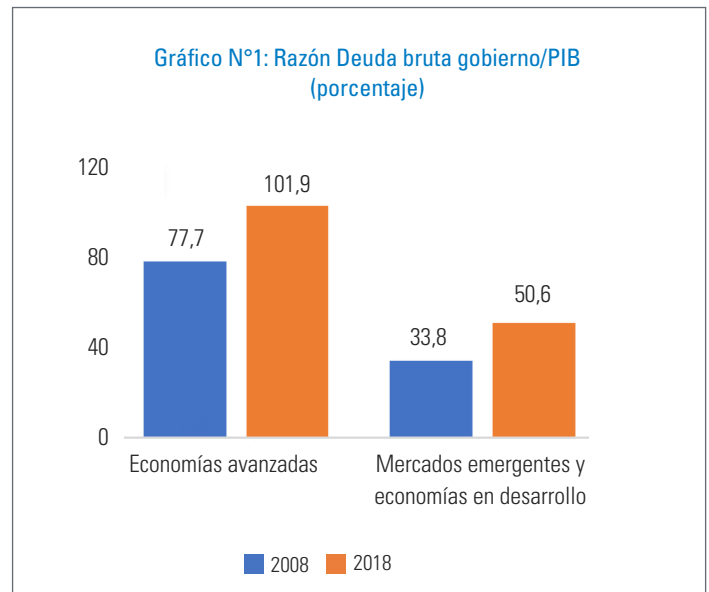


DEUDA GLOBAL CIERRA EL 2019 EN MÁXIMO HISTÓRICO.

Los niveles de deuda mundial aumentaron considerablemente en el primer semestre de 2019, incrementándose en 7,5 billones de dólares durante este periodo. Según las estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF por sus siglas en inglés), con este aumento en el ritmo de acumulación, la deuda global se encamina a terminar el presente año con un récord de más de 255 billones de dólares¹.

Esta cifra, que representa más de tres veces la producción económica anual del mundo, ha sido impulsada primordialmente por un escenario de condiciones financieras más flexibles. Después de la Gran Recesión, los bancos centrales más importantes del mundo, como la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, tuvieron un rol crucial en la recuperación económica, inyectando liquidez y bajando los tipos de interés. En los últimos años las tasas de interés se han mantenido en niveles históricamente bajos, lo cual se ha convertido en un incentivo para pedir prestado más dinero, tanto para los gobiernos como para las empresas.

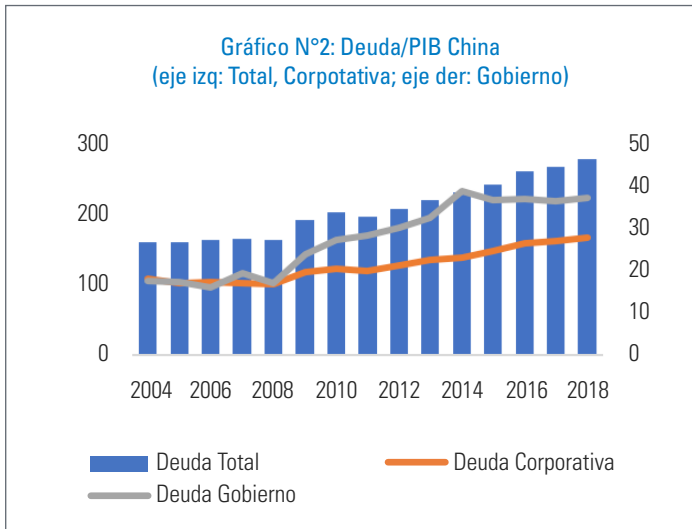
El acelerado crecimiento de la deuda global ha hecho que muchos inversores se cuestionen la posibilidad de otra fuerte crisis económica provocada por el colapso del sistema financiero mundial. Si bien las comparaciones con el episodio de 2008 son inevitables, es importante destacar algunos aspectos diferenciales. Primero, para la Crisis Subprime los riesgos se concentraban principalmente en el sector privado – incluidos los bancos – de los países desarrollados. Segundo, en este momento los focos de riesgo se han trasladado a los mercados emergentes, con una significativa participación de la deuda corporativa; además, hoy observamos un deterioro generalizado en las razones de deuda pública superior al máximo de 2009 (ver Gráfico N°1).



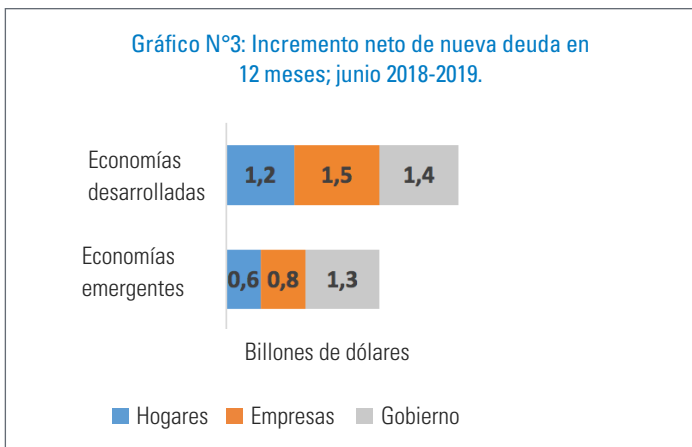
Fuente: Elaboración propia en base a datos del WEO octubre (FMI).

¿Quiénes son hoy los principales prestatarios? Estados Unidos y China explican alrededor de un 60% del incremento en el endeudamiento observado en el primer semestre de este año (ver Gráfico N°2). Entre los sectores, la deuda gubernamental (en billones de dólares) fue la que registró el mayor aumento en los primeros seis meses del año con un incremento de 1,5 puntos porcentuales (pp.), seguido por la de compañías no financieras, con un alza de 1 pp. Al distinguir según grupos de países, se observa que en las economías avanzadas el incremento de la deuda ha sido explicado mayoritariamente por los gobiernos – de 17 billones a más de 52 billones, mientras que en los mercados emergentes el aumento de los préstamos ha sido liderado por las empresas no financieras – de 20 billones a más de 30 billones (ver Gráfico N°3). Sin embargo, en las economías emergentes más de la mitad de dicha deuda (corporativa no financiera) se encuentra en manos de empresas estatales, confirmando la relevancia que ha tenido el endeudamiento relacionado con la deuda soberana en el crecimiento de la deuda global durante la última década.

¹ Esta cifra corresponde al volumen de deuda acumulada a nivel global, es decir, la suma de la deuda de hogares, gobiernos, empresas y bancos de todo el mundo. No corresponde a la deuda global neta.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos vía Bloomberg.



Fuente: Bloomberg en base a datos del Institute of International Finance.

este escenario se traduce en intereses más altos. Por otra parte, niveles de deuda altos y persistentes disminuyen la capacidad de los gobiernos de reaccionar a shocks económicos, de desplegar una política fiscal sólida que permita estimular el crecimiento durante una contracción.

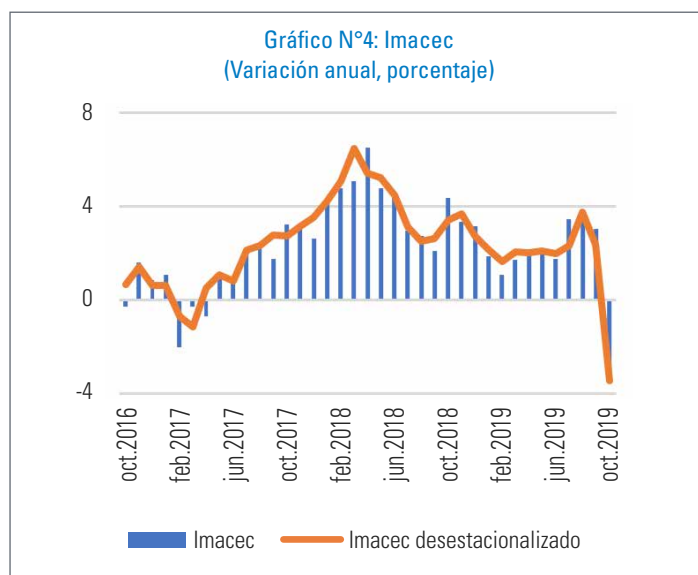
Sin desestimar los potenciales riesgos asociados a la deuda, es relevante mencionar que no siempre es perjudicial. Permite disponer de recursos para la inversión en bienes públicos – en el caso de la deuda soberana – como infraestructura, salud, educación y otros. Los problemas surgen cuando el endeudamiento es elevado y los recursos de estos nuevos préstamos no se gastan de manera eficiente, o cuando se ve afectada la capacidad de pago de los deudores.

Como señalamos en el informe anterior, las proyecciones del FMI indican que, producto de la intensificación de la incertidumbre y la volatilidad de los mercados financieros, el crecimiento se está ralentizando en varias economías avanzadas, así como también en unos cuantos mercados emergentes. Ante este escenario, cabe preguntarse qué deberían hacer las autoridades económicas, por ejemplo, en materia de política fiscal. El organismo señala que la política fiscal debería prepararse para una potencial desaceleración “manteniendo un equilibrio entre los objetivos de crecimiento y los de sostenibilidad”. Lo anterior implica reducir gradualmente el endeudamiento y evitar estímulos monetarios innecesarios cuando la actividad económica está en ascenso. Juntamente, sugiere que las economías cuyo actual crecimiento supera el crecimiento potencial de largo plazo deberían incrementar los ingresos o reducir el exceso de gasto, sin dejar de lado la inversión en componentes cruciales como lo son infraestructura o educación. En tanto, los países en desarrollo deberían tener como prioridad asegurar la sostenibilidad financiera de la deuda pública.

Pese a estas discrepancias, existen razones para estar alerta respecto al endeudamiento global. El volumen de deuda total se encuentra en este momento en un nivel récord, acercándose al 320% del PIB mundial, lo que sin duda plantea riesgos para la estabilidad económica y financiera del mundo. En este contexto, gobiernos, empresas y hogares que mantienen elevados niveles de endeudamiento se vuelven tremendamente vulnerables a endurecimientos de las condiciones financieras. En efecto, las actuales incertidumbres, producto de tensiones comerciales y geopolíticas, podrían eventualmente complicar la capacidad de pago de los deudores si es que

BANCO CENTRAL CONFIRMA COMPLEJO ESCENARIO PARA LA ECONOMÍA CHILENA.

Bastante ha cambiado el escenario macroeconómico del país producto de la crisis social iniciada a mediados de octubre. Transcurridas dos semanas desde el estallido de las protestas ciudadanas se observaron efectos negativos en la actividad. El Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) del décimo mes del año anotó una caída anual de 3,4% (ver Gráfico N°4), muy por debajo de las expectativas del mercado y de Hacienda. La contracción, que es además el peor registro mensual desde julio de 2009, se compuso de un aumento de 2% en el sector minero y una caída de 4% en el no minero. El desplome de la actividad no minera se debió principalmente al desempeño negativo de los sectores servicios, comercio e industria manufacturera, que se vieron fuertemente afectados por las disrupciones del sistema productivo.

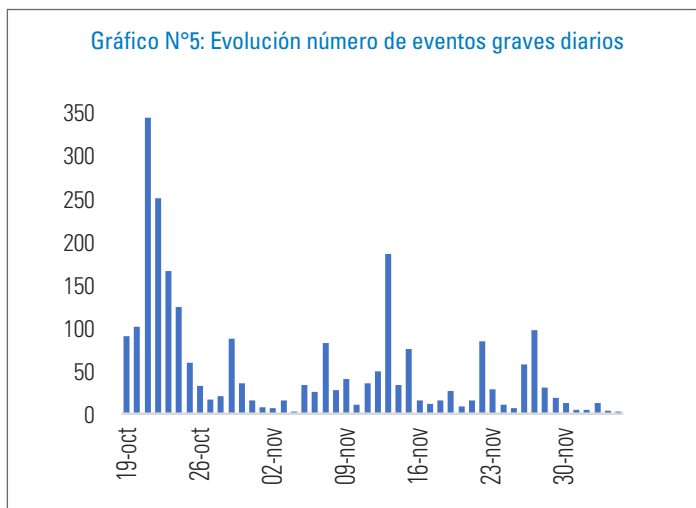


Fuente: Elaboración propia en base a datos Banco Central de Chile (BCCh).

Dado el complejo ambiente sociopolítico que ha experimentado el país, y después del negativo IMACEC de octubre, el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre fue especialmente esperado, principalmente debido a la necesidad de un panorama algo más claro respecto a los costos que la economía deberá asumir en la medida que la crisis – y en especial los episodios de violencia – no se resuelvan con prontitud.

Las conclusiones del IPoM expusieron el “sombrio” panorama para la economía chilena. Resultó poco sorpresiva la corrección a la baja en las expectativas de crecimiento. En efecto, el Banco Central estima que en el cuarto trimestre de este año la actividad se contraerá 2,5% anual, cifra con la cual el 2019 acumularía un crecimiento cercano al 1%, bastante inferior a las estimaciones presentadas en informes anteriores y el peor desempeño anual desde la Crisis Subprime en 2009. En cuanto a la actividad de los meses que restan para que finalice el año, hay precedentes que hacen pronosticar que la actividad se mantendrá deteriorada. En primer lugar, se observa una caída significativa en la confianza empresarial para el mes de noviembre, así como también de la percepción de la demanda actual. A ello se le suman los resultados de una encuesta realizada por el Banco a empresas, de todo el país y todos los sectores, que muestran que un número importante de éstas anticipan que el desempeño de su negocio se verá afectado tanto en noviembre como en diciembre. Por otro lado, el nivel de confianza de los consumidores también se ha deteriorado de manera significativa, lo cual indica que la prudencia a la hora de gastar por parte de las personas y empresas perdurará al menos por un par de meses.

En segundo lugar, se han observado dificultades para operar con normalidad. Debido a episodios prolongados de violencia, varias empresas – alrededor de un 30% según el Gobierno – habían sufrido deterioros significativos en su infraestructura, mercadería y equipos a inicios de noviembre. En tanto, un número amplio de empresas ha tenido que funcionar “a media máquina” – esto es, en jornadas reducidas – a causa de las dificultades que ha presentado el transporte público y de los ya mencionados hechos de violencia. En este sentido, la notoria disminución del número de eventos graves en las últimas dos semanas (ver Gráfico N°5) sustenta el desempeño “algo mejor” esperado por el ente emisor para el mes de diciembre.



Fuente: Ministerio del Interior.

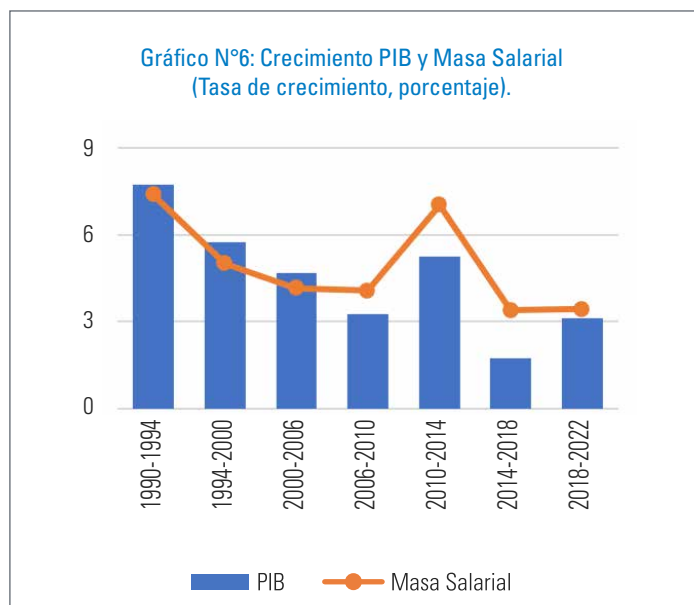
Bajo el supuesto de que las disrupciones que afectan la economía irán desapareciendo paulatinamente, se prevé que el PIB crezca entre 0,5-1,5% en 2020. Si bien está dentro de lo factible, la estimación parece un poco riesgosa, especialmente considerando que, como reconoce el Central, “el actual escenario presenta un grado de incertidumbre mayor que el habitual”.

En esta desaceleración de la actividad influirá el comportamiento del consumo, la inversión y de la política fiscal. Las decisiones de consumo e inversión – elementos claves para retomar el crecimiento – se han visto fuertemente afectadas, y solamente se recuperarán en la medida que se vayan reduciendo los niveles de incertidumbre. De hecho, para 2020 se espera una expansión 1,6 pp. inferior a la pronosticada en septiembre para el consumo, y un descenso significativo de la inversión privada no minera, proyectándose una caída de 4% anual. Por el lado fiscal, el gasto público subirá 9,8% real para abordar la agenda económico-social, lo que representa el mayor incremento desde el año 2009.

Claramente la reducción de la incertidumbre local será decisiva, razón por la cual llegar a un acuerdo social transversal es tan importante. De allí la necesidad de avanzar en la agenda política. En caso contrario, la magnitud del impacto de la crisis social en la economía será considerablemente mayor. Y es que muchos olvidan que un menor crecimiento no solo dificulta sostener la “Agenda Social” en el largo plazo, sino que, además, afecta negativamente variables claves para el bienestar de los ciudadanos, como son el empleo, el ingreso y la calidad de vida.

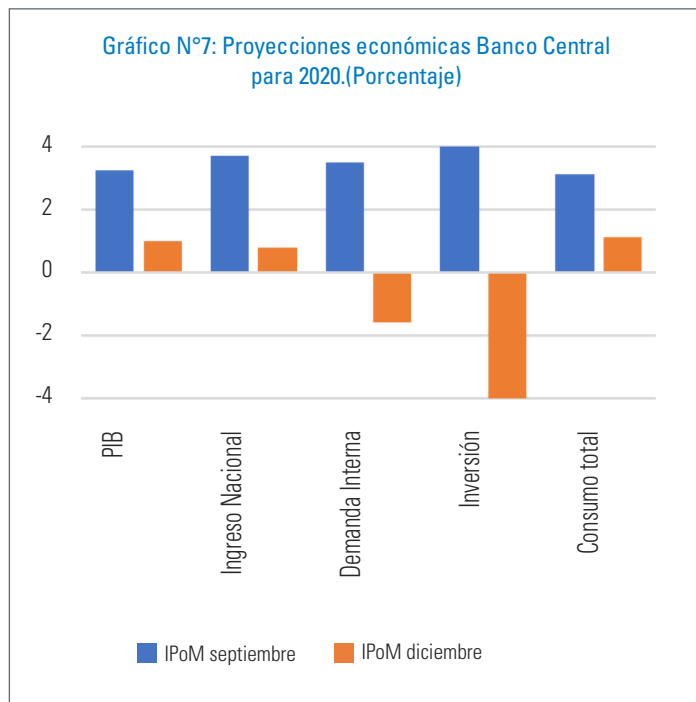
En efecto, los datos indican que el desempleo ya estaría aumentando. En la encuesta del Banco, varias empresas señalan haber realizado ajustes en sus dotaciones durante el último mes, mientras que más de la mitad cree que su dotación “se revisará a la baja en 2020”. Las cifras de la Dirección del Trabajo por su parte muestran un aumento anual de casi 13% en el número de finiquitos laborales para el mes de noviembre, explicado mayoritariamente por despidos por necesidad de la empresa. Según el Central, la tasa de desempleo podría superar el 10% a inicios del próximo año. Peor aún, Marcel aseguró que si el desempleo se estaciona en torno a este valor y la inflación aumenta al 6% (el doble de la meta), la desigualdad de ingresos – medida a través del coeficiente de Gini – retrocedería 27 años, es decir, hasta los niveles vistos en 1990.

Respecto a los ingresos, el Gráfico N°6 muestra la evolución del crecimiento del PIB y la masa salarial (ocupación por salarios) en las últimas tres décadas, evidenciando la relación positiva que existe entre la actividad económica y las remuneraciones de los trabajadores.



Fuente: Elaboración propia en base a datos INE y BCCh.

No cabe duda de que el impacto económico de la agitación social se ha sentido y se sentirá a lo largo de todo el 2020. Si no se restablece la senda de crecimiento, y el escenario se vuelve aún más oscuro, los altos costos serán pagados por los mismos ciudadanos. Luego, las señales del mundo político, hoy más que nunca, serán fundamentales.

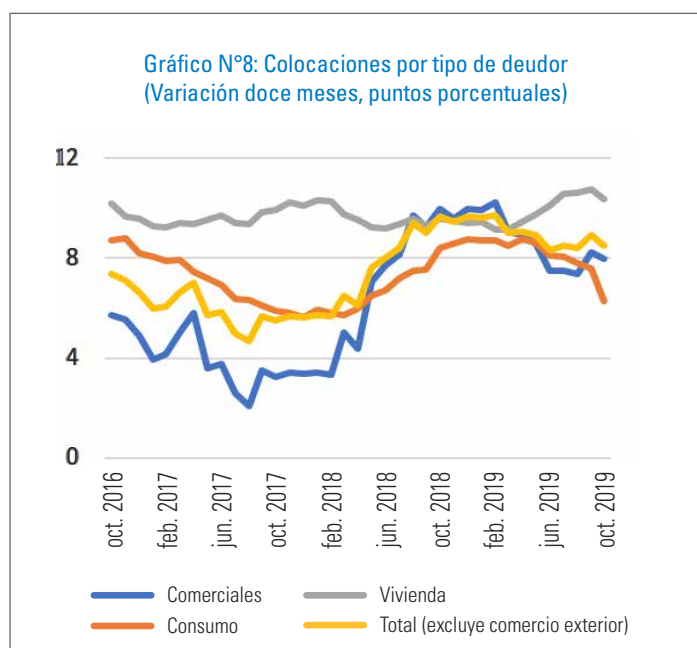


Fuente: Informes de Política Monetaria, Banco Central de Chile

EFECTOS DEL CONFLICTO SOCIOPOLÍTICO EN EL MERCADO FINANCIERO

Las cifras financieras de octubre dan cuenta de los efectos que el conflicto sociopolítico ha tenido sobre el sector bancario. A dos semanas de las protestas ciudadanas se observaron impactos en la actividad crediticia, indicadores de riesgo y rentabilidad del sistema.

Los datos del Banco Central indican que el stock total de colocaciones bancarias – sin considerar comercio exterior – creció a una tasa interanual de 8,5% en el mes de julio, cifra 0,4 puntos porcentuales (pp.) inferior al mes previo. Esta caída estuvo explicada por un menor dinamismo generalizado del crédito bancario (ver Gráfico N°), el cual se vio negativamente afectado por el contexto político y social que acontece en el país desde el pasado 18 de octubre.

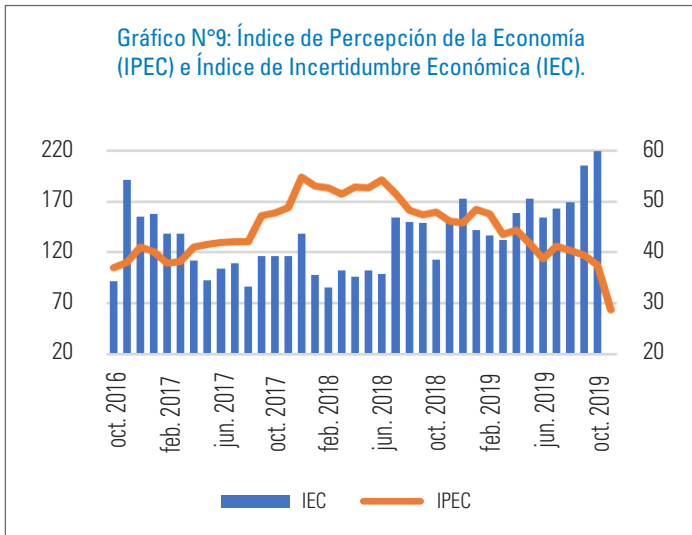


Fuente: Elaboración propia en base a datos Banco Central de Chile (BCCh).

A nivel de carteras, las colocaciones hipotecarias siguen liderando el aumento del crédito, creciendo 10,4% anual en octubre. En lo que respecta a las condiciones de financiamiento, estas se mantienen favorables, con una tasa de interés que promedió 1,99% en el mes de octubre, marcando un nuevo mínimo histórico que desde luego ha contribuido en el sólido ritmo de expansión que ha mostrado el crédito hipotecario durante 2019.

Entanto, las colocaciones comerciales se desaceleraron. Se incrementaron un 8% respecto al mismo periodo del año anterior, por debajo del 8,3% registrado en septiembre – que había significado un repunte de 0,9 pp. en relación con agosto. Esta caída concuerda con el impacto que tuvo la menor actividad económica sobre el comercio durante el mes de octubre. En efecto, el Índice de Actividad del Comercio (IAC) a precios constantes disminuyó a una tasa interanual de 9,5% en octubre, resultado en el que influyó la caída observada en las tres divisiones que lo componen (comercio mayorista, minorista y automotriz). Según las estadísticas financieras de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) presentadas en el último informe de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF), al distinguir según tipo de cartera, las colocaciones comerciales de la cartera grupal – compuesta principalmente por micro, pequeñas y medianas empresas – experimentaron una desaceleración respecto al mes anterior de mayor magnitud que la cartera grupal – compuesta por grandes empresas. Lo anterior refleja que las empresas de menor tamaño han sido las más golpeadas por el debilitamiento en la actividad económica, puesto que, debido a la ola de protestas sociales, muchas de ellas han experimentado interrupciones, teniendo que funcionar en jornadas reducidas o incluso sufriendo daños de infraestructura, lo cual ha afectado negativamente sus ventas.

Por su parte, la cartera de consumo presentó la desaceleración más significativa. La tasa de expansión anual de las colocaciones de consumo se redujo a 6,3% en octubre, disminuyendo 1,3 pp. respecto a septiembre. Esta debilitada actividad crediticia es consecuencia de la creciente incertidumbre de la situación económica a nivel país (ver Gráfico N°), que ha modificado las decisiones de consumo de los agentes económicos, y por ende potenciales clientes bancarios. Luego, la evolución del flujo de colocaciones de consumo dependerá de si las causas de la incertidumbre económica se tornan más persistentes.



Fuente: Elaboración propia en base a serie IPEC del BCCCh e IEC Clapes UC.

En cuanto al riesgo de crédito, si bien se mantuvo en niveles acotados, algunos indicadores mostraron incrementos importantes. Específicamente, los índices de provisiones y de morosidad de 90 días o más del sistema bancario empeoraron respecto de septiembre.

Ante el mayor riesgo de incumplimiento o retraso en el pago de obligaciones financieras que genera el actual contexto de mayor

incertidumbre económica, los bancos se vieron obligados a aumentar el nivel de provisiones. Según los datos de la CMF el índice de provisiones sobre colocaciones experimentó un alza de 5 puntos base (pb). respecto del mes anterior. Las provisiones de la cartera comercial y de vivienda se mantuvieron prácticamente sin variaciones, mientras que las de la cartera de consumo mostraron un avance de 0,2 pp. y de 0,5 pp. en comparación con el mes y mismo periodo del año anterior respectivamente.

La morosidad mayor a 90 días alcanzó 1,95 % de las colocaciones totales, 5 pb más que en septiembre. A nivel de carteras, consumo y vivienda presentaron aumentos relevantes, de 0,13 y 0,31 pp. respectivamente. La morosidad podría incrementarse en una mayor magnitud en la medida que actividad y el empleo caigan de manera significativa, generándole dificultades a los agentes para el pago de sus compromisos financieros.

Los analistas apuntan a que la intensidad del impacto de los eventos en curso sobre las cifras financieras dependerá de la persistencia de estos en los meses siguientes. Esto porque, como señala el Banco Central en su Minuta Complementaria del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre, una mayor incertidumbre constante termina afectando variables más determinantes para la estabilidad del mercado financiero, tales como el cumplimiento de obligaciones, la disponibilidad de liquidez y el acceso al crédito.



LA SOLIDARIDAD DEL SISTEMA PREVISIONAL

Una de las demandas que más se escucha por estos días es la de hacer más solidario nuestro sistema previsional, demanda que muchas veces no comprende que el problema de fondo radica, más que en la profundización de la solidaridad, en hacerse cargo, primero, del significativo aumento de las expectativas de vida, y segundo, del grado de informalidad del mercado laboral.

Se suele plantear que nuestro sistema previsional es muy poco “solidario”, a pesar de que este tema está presente desde 1975, con la creación de las pensiones asistenciales (PASIS) que entregaban una pensión a todas aquellas personas que nunca cotizaron, o que lo hicieron muy escasamente. Las pensiones asistenciales, que tenían problemas de diseño, fueron reemplazadas por el Pilar Solidario luego de la reforma previsional de 2008, que entrega recursos del Estado al 60% más pobre de la población. El Pilar Solidario Previsional contempla dos tipos de subsidios; a) la pensión básica solidaria (PBS), que actualmente asciende a \$ 110.201, y es recibida por todos aquellos pensionados que no tienen ahorro previsional, y b) el aporte previsional solidario (APS) que complementa la pensión autofinanciada de los jubilados, en función del monto que logren autofinanciar. El APS permite que la jubilación total llegue a un máximo de \$325.646 (PMAS). La PBS llega actualmente a 589.000 personas, y el APS a un total de 980.000 jubilados. Estos subsidios cubren principalmente a mujeres, que representan un 62% de los beneficiarios. En total el gasto del Pilar Solidario Previsional asciende a US\$ 2.300 millones anuales (un 0,8% del PIB), financiado con impuestos generales, entregando un aporte promedio mensual de \$ 90.000 a los beneficiarios. No puede decirse entonces que el sistema no es solidario, y el punto es entonces, si se puede incrementar esa solidaridad, hasta qué punto es razonable y factible hacerlo, y de qué forma se financia esa solidaridad.

Respecto a esto último, se suele argumentar que la falta de solidaridad se origina en que hasta ahora no tenemos un componente de reparto. Sin embargo, el pilar solidario es efectivamente un reparto, sólo que es financiado con impuestos generales y no con impuestos al trabajo,

como se entiende tradicionalmente el reparto. El que sea así responde a criterios tanto de eficiencia como de equidad. Desde el punto de vista de eficiencia, los impuestos al trabajo fomentan la informalidad laboral, siendo entonces más distorsionadores que otros impuestos. Además, se trata de un impuesto inequitativo, por cuanto producto del tope imponible, los que más ganan pagan finalmente una tasa más baja de impuesto. Por otra parte, la eliminación del tope imponible genera otra serie de problemas.

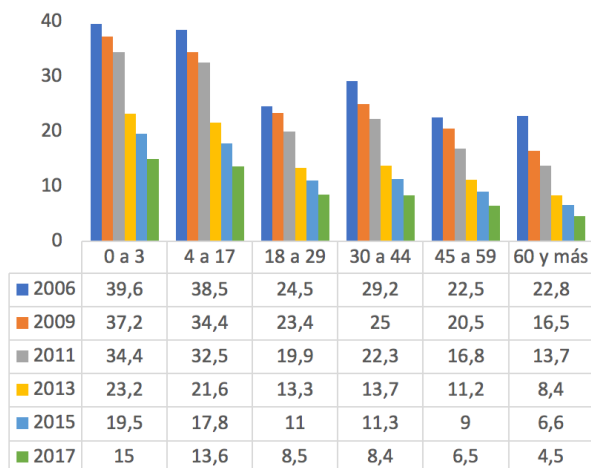
¿Es razonable tener un sistema más solidario? Lo cierto es que hasta antes de esta crisis existía pleno consenso en la necesidad de profundizar esta solidaridad, dadas las bajas pensiones. La propuesta de reforma que estaba en discusión en el Parlamento anterior a esta crisis proponía un aumento de 20% de los beneficios, mejoría que ha sido incrementada hasta 50% en la ley recientemente aprobada. Con esto, la PBS llegará a \$165.302 (se incrementa gradualmente en dos años por tramos de edad) y la PMAS llegará a \$488.469 (a estos valores se agrega cada año la variación del IPC).

Por supuesto, una mejoría de esta magnitud demanda recursos fiscales cuantiosos, para los cuales en la actualidad no existe financiamiento. Se debe considerar también que estamos hablando de gastos permanentes y crecientes en el tiempo, producto de que el número de jubilados está aumentando a tasas entre 5% y 6% como consecuencia del fenómeno demográfico. Resulta importante entonces plantearse si esta política es razonable desde el punto de vista de una correcta focalización del gasto, y también respecto a la sostenibilidad de los beneficios.

Respecto a la focalización, parece bastante evidente que las jubilaciones que se están obteniendo son bajas, insuficientes para que los adultos mayores logren niveles de vida dignos. Sin embargo, las cifras de pobreza por tramos etarios muestran que este grupo es el menos pobre a nivel nacional (ver Gráfico N°), por lo que dada la restricción de recursos que tenemos, hubiera sido más razonable haber enfrentado el problema a través de políticas de salud, de tal forma de focalizar esos recursos donde efectivamente hay problemas serios de salud y/o de dependencia. Aliviar el costo de los remedios también parece ser una política más efectiva para ir en ayuda de aquellos adultos mayores que viven situaciones más difíciles.



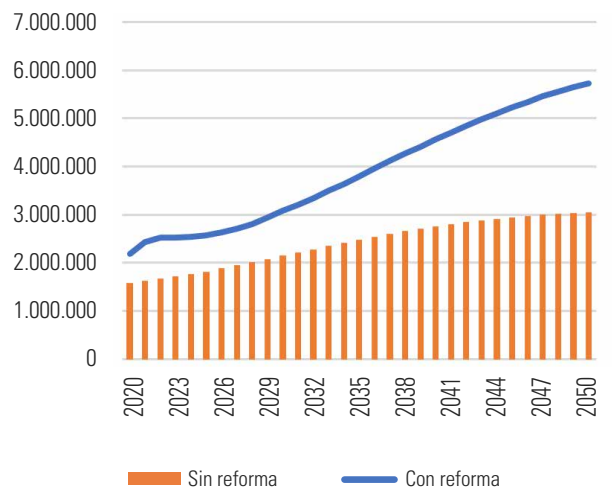
Gráfico N°10: Incidencia de la pobreza en la población por grupo de edad, 2006-2017 (% personas por grupo de edad)



Fuente: CASEN

Respecto a la sostenibilidad de los beneficios en el tiempo, sólo sería posible financiar estas mejoras en la medida que el país vuelva a crecer, ya que el gasto fiscal del Pilar Solidario mostrará una tendencia fuertemente creciente en el tiempo, especialmente desde fines de la década en curso. De acuerdo a un informe del Consejo Consultivo Previsional referido a los impactos que tendrá esta mejoría de los beneficios previsionales, el incremento en el gasto fiscal es de prácticamente 100% en el largo plazo. El gráfico a continuación muestra las estimaciones de gasto fiscal con y sin la reforma recientemente aprobada, y la tendencia a partir de 2028 parece preocupante.

Gráfico N°11: Estimaciones de Gasto Fiscal del Pilar Solidario (\$ millones de 2019)



Fuente: Consejo Consultivo Previsional, a partir de estimaciones de DIPRES.

En resumen, y partiendo de la base de que era necesario mejorar las pensiones, la situación de crisis que estamos viviendo está teniendo costos en materia de la necesaria prudencia de las políticas públicas. Es de esperar que una vez superadas las actuales dificultades, se vuelva a poner el foco en dos aspectos que parecen claves: recuperar el crecimiento de la economía y enfrentar con mayor decisión una reforma del Estado, que permita financiar esta mejoría del Pilar Solidario al menos parcialmente con reducciones de gastos en otros ítems. En caso contrario, podríamos enfrentar problemas fiscales a futuro.



“DOES FINANCE ALTER THE RELATION BETWEEN INEQUALITY AND GROWTH?”

Matías Braun
Carmen Cifuentes

RESUMEN

Una pregunta sumamente relevante en la economía del desarrollo es cómo afecta la desigualdad de ingresos al crecimiento económico. Este documento resume el artículo académico publicado por Braun y coautores (Braun et al., 2018), quienes examinan desde una perspectiva tanto teórica como empírica, la relación que existe entre ambas variables. Los autores muestran que el impacto negativo de una mayor desigualdad sobre el crecimiento económico es amortiguado en países que tienen mercados financieros más desarrollados, además de que, en estos países, los individuos tienen una mayor tolerancia a la desigualdad.

La relación entre el crecimiento económico y la desigualdad de ingresos ha sido objeto de estudio por parte de los economistas durante décadas. La mayoría de los estudios empíricos sugieren una relación negativa entre ambas variables, mientras que, a nivel teórico, se encuentran argumentos en ambas direcciones. Por ejemplo, en modelos donde la propensión a ahorrar o invertir es función creciente del ingreso, se genera una relación positiva entre desigualdad y crecimiento económico. En contraste, restricciones crediticias a la inversión en capital humano desencadenan un mecanismo a través del cual la igualdad podría aumentar el crecimiento. En cambio, la literatura más reciente intenta conciliar los resultados obtenidos por estudios previos investigando potenciales efectos no lineales en la relación entre desigualdad y crecimiento económico.

Este artículo académico busca precisamente lo anterior. Más aún, analiza desde una perspectiva, tanto teórica como empírica, cuáles son los canales a través de los cuales surgen estas no linealidades. En particular, usando un panel que abarca más de X países y comprende las últimas cuatro décadas, los autores estudian si es que el efecto causal de la desigualdad de ingresos sobre el crecimiento depende del nivel de desarrollo financiero doméstico del país.

Con el objetivo de entregar un marco teórico, los autores construyen un modelo. Éste predice que mayores niveles de desigualdad reducen el crecimiento en países con mercados financieros menos desarrollados, pero que este efecto se mitiga en aquellos países que poseen un desarrollo financiero más elevado. El efecto negativo de la desigualdad sobre el crecimiento se explicaría debido a que los agentes de menores ingresos no poseen los recursos suficientes para invertir en el conocimiento o capital humano que necesitan para desarrollar el o los proyectos que tienen a mano. En países con mercados financieros desarrollados se atenuaría este efecto, ya que el acceso al crédito permitiría a los agentes pobres realizar mayores inversiones, incrementando el producto de la economía.

Adicionalmente, el modelo predice que en economías con mercados financieros más desarrollados los individuos toleran mejor la desigualdad, consistente con la idea de que una mayor profundización financiera promueve el crecimiento económico mediante la creación de mayores oportunidades para agentes que poseen bajos niveles de dotación inicial. Lo anterior se explicaría en vista de que, en economías con sistemas financieros desarrollados, agentes de baja dotación inicial, pero con atractivas oportunidades de inversión, tienen la posibilidad de revertir la desigual distribución inicial de recursos. Dado que estos agentes – que son el votante mediano de la economía – prevén esta posibilidad, son menos reacios a apoyar futuras políticas redistributivas. Por consiguiente, la sociedad es más tolerante a la actual desigualdad.

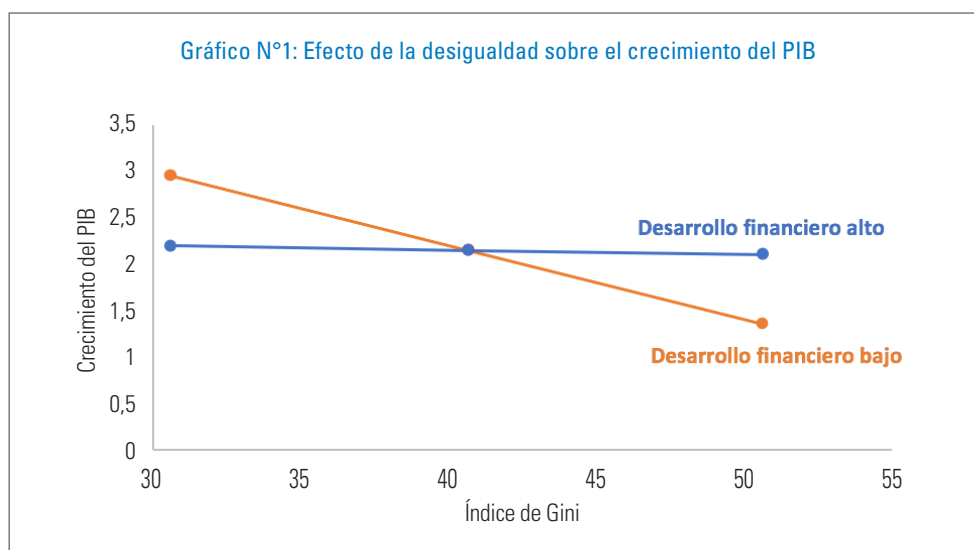


Los autores investigan, primero que todo, la relación entre desarrollo financiero, desigualdad y crecimiento económico. Para medir desarrollo financiero usan el crédito doméstico otorgado por los bancos al sector privado como proporción del PIB, medida que ha sido tradicionalmente utilizada en la literatura como proxy del grado de desarrollo del sistema financiero, así como también del grado de acceso de los individuos al financiamiento. Como indicador aproximado de la desigualdad de ingresos por su parte, usan el índice de Gini, que mide cuánto se desvía la distribución de ingresos de una economía respecto a la igualdad absoluta, tomando valores entre 0 (perfecta igualdad) y 100 (perfecta desigualdad).

Los resultados obtenidos una vez empleados los modelos empíricos pertinentes muestran que, en promedio, un mayor desarrollo financiero tiene un impacto positivo y estadísticamente significativo sobre el crecimiento económico, acorde a la evidencia empírica documentada en la literatura previa. Adicionalmente, evidencian un efecto negativo y significativo de la desigualdad de ingresos sobre el crecimiento económico. Más importante todavía, indican que este efecto negativo – de la desigualdad sobre el crecimiento – es atenuado en las economías que poseen sistemas financieros domésticos más desarrollados, consistente con el modelo teórico propuesto en el artículo, y con la hipótesis de que el efecto de la desigualdad sobre el crecimiento no es lineal en los niveles de PIB per cápita.

La magnitud de la heterogeneidad en la relación desigualdad-financiamiento no es menor. En efecto, los resultados del primer modelo empírico (pooled OLS) indican que un aumento de una desviación estándar en el índice de Gini (9,97) implica una reducción de 80 puntos base en el crecimiento del PIB real per cápita para economías con desarrollo financiero bajo. En contraste, para economías con desarrollo financiero alto, un aumento en el índice de Gini de la misma magnitud implica una reducción en el crecimiento del PIB per cápita de solamente 10 puntos base (ver Gráfico N°1).

Esto significa que cuando el sistema financiero es lo suficientemente desarrollado la disminución del crecimiento económico asociada a la desigualdad es prácticamente despreciable.



Fuente: Elaboración propia en base a Braun, M., Parro, F., & Valenzuela, P. (2019). Does Finance Alter the Relation between Inequality and Growth? *Economic Inquiry*. *Economías cuyo ratio de crédito privado a PIB se encuentra en el percentil 90 de la muestra son de desarrollo financiero alto; en el percentil 10 son de desarrollo financiero bajo.

En segundo lugar, los autores estudian la relación entre solicitudes de patentes, desigualdad de ingresos y desarrollo financiero. En este aspecto, el modelo teórico desarrollado señala que la razón por la cual la desigualdad deteriora el crecimiento económico es que no permite que los individuos más pobres inviertan en activos intangibles. En contraste, un mercado financiero desarrollado facilita el acceso de estos individuos al crédito, posibilitando su



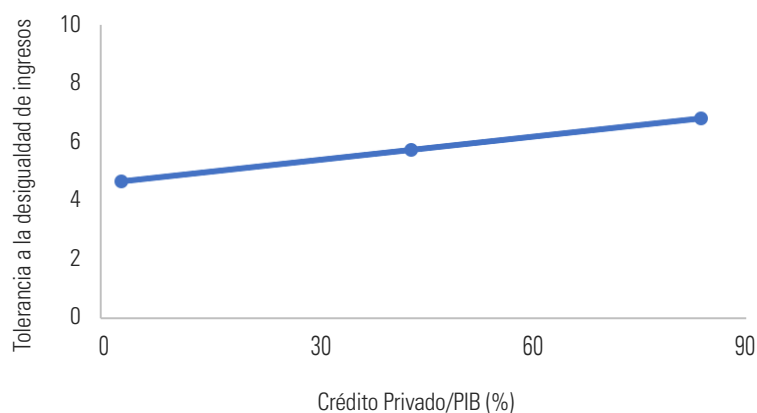
inversión en este tipo de activos. Para testear la predicción anterior, los autores utilizan datos de solicitudes de patentes. Lo primero que se observa es que el número de solicitudes de patentes per cápita es menor en los países más desiguales. En cuanto a los resultados de los modelos empíricos, estos revelan que el efecto negativo de la desigualdad sobre las solicitudes de patentes desaparece en los países que son más desarrollados financieramente.

Finalmente, los autores examinan si es que el acceso a un mercado financiero doméstico más desarrollado aumenta la tolerancia a la desigualdad de ingresos. Los autores extraen los datos de tolerancia a la desigualdad de ingresos de la Encuesta Mundial de Valores (WVS, por sus siglas en inglés, World Value Survey), una investigación que recopila información de creencias, valores, desarrollo económico, democratización, religión, equidad de género, capital social y bienestar subjetivo. En concreto, los autores utilizan una pregunta de la WVS que mide tolerancia a la desigualdad de ingresos como variable dependiente. Específicamente, la respuesta a la pregunta toma el valor de 1 si la persona entrevistada está completamente de acuerdo con la afirmación, “Los ingresos deberían ser más igualitarios”, y un valor de 10 si la persona está completamente de acuerdo con la afirmación, “Necesitamos mayores diferencias de ingresos como incentivos al esfuerzo individual”. En esta ocasión se incluye también, como proxy de la eficiencia del gobierno, un índice para el nivel de corrupción del sistema político entre las variables explicativas. La justificación es que un gobierno más corrupto resulta ser menos eficiente en alcanzar sus objetivos, particularmente redistribuir. Por consiguiente, siguiendo el marco teórico, los individuos deberían ser más propensos a respaldar políticas de redistribución – lo que equivale tolerar menor el nivel de desigualdad de ingresos de la economía – en economías con gobiernos menos corruptos.

Respecto al primer punto (tolerancia-financiamiento), el modelo teórico señala que un mercado financiero desarrollado provee a los individuos más pobres de acceso al crédito, atenuando el efecto negativo de la desigualdad sobre el crecimiento. Por lo tanto, los individuos deberían ser más tolerantes a la desigualdad de ingresos en economías donde el mercado financiero proporcione mejores oportunidades.

Los resultados muestran un efecto positivo y significativo del desarrollo financiero sobre la medida de tolerancia a la desigualdad de ingresos (ver Gráfico N°2), consistente con el argumento teórico desarrollado en el artículo que enfatiza cómo el desarrollo financiero hace que los individuos más pobres prevean la posibilidad de avanzar en la pirámide de la distribución de ingresos y, por tanto, sean más tolerantes a la desigualdad y menos propensos a apoyar políticas redistributivas. Por otra parte, se observa un impacto negativo y significativo de la eficiencia del gobierno sobre la tolerancia a la desigualdad. Es decir, los individuos toleran menos las diferencias de ingresos en países donde los gobiernos son más eficientes, coherente con la relación entre la eficiencia redistributiva del gobierno y la probabilidad de que los agentes respalden políticas de redistribución que plantea el modelo teórico.

Gráfico N°2: Efecto del desarrollo financiero sobre la tolerancia a la desigualdad de ingresos.



Fuente: Elaboración propia en base a Braun, M., Parro, F., & Valenzuela, P. (2019). Does Finance Alter the Relation between Inequality and Growth? *Economic Inquiry*.



Conclusiones

El artículo académico resumido en este documento estudia la relación entre desigualdad de ingresos, desarrollo financiero, y crecimiento económico. Los autores desarrollan un modelo teórico en el cual un mercado financiero desarrollado permite que individuos inicialmente pobres inviertan en proyectos específicos de inversión (por ejemplo, en capital humano). La idea principal de este modelo es que un acceso más amplio al mercado financiero moviliza recursos desde los individuos más ricos a los más pobres. Esto separa las decisiones de inversión de las dotaciones iniciales de recursos de los agentes, razón por la cual se atenuarían los efectos negativos de la desigualdad sobre el crecimiento. Por otro lado, el modelo predice que los individuos toleran mejor la desigualdad en la medida que tienen más acceso a los mercados financieros.

Para testear las predicciones del modelo teórico los autores utilizan un panel de datos que abarca un número significativo de países en un largo periodo de tiempo. Los resultados muestran que una mayor desigualdad de ingresos está asociada a un menor crecimiento económico, pero que este efecto es significativamente atenuado en economías con mercados financieros desarrollados. Este resultado es consistente con la idea de que un sistema financiero desarrollado, al dar acceso crédito a los individuos más pobres, permite que se realicen inversiones en proyectos cuyos retornos marginales son más altos, generando por tanto crecimiento económico.

Otro resultado relevante, coherente con la idea anterior, es que el grado de tolerancia a la desigualdad es mayor cuando los mercados financieros están más desarrollados.

En términos de políticas, los resultados obtenidos en este artículo son sumamente valiosas, sobre todo considerando que la palabra desigualdad ha sido el centro de las protestas ciudadanas que se han extendido a lo largo del país. Esto porque no solo muestran que el mercado financiero doméstico constituye un potente instrumento para generar un camino de crecimiento económico inclusivo, sino que, además, demuestran que cuando los mercados de capitales son imperfectos no existe necesariamente un trade-off entre equidad y eficiencia. Estas conclusiones cobran hoy mayor relevancia.



Selección proyectos de Ley mundo financiero y económico con movimientos en el mes de noviembre-diciembre.

	Fecha	Proyecto	Boletín *
SENADO	13-11-19	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica disposiciones sobre subsidio nacional al transporte público remunerado de pasajeros.	12097-15
	26-11-19	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que regula la portabilidad financiera.	12909-03
	27-11-19	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica la ley N° 21.131, que establece pago a treinta días.	13045-03
	19-11-19	La comisión de conformidad a lo acordado en Comités, procedió a considerar la iniciativa que autoriza una capitalización extraordinaria al Banco del Estado de Chileantes que se diera cuenta en la Sala.	13059-05
	05-12-19	La comisión escuchó la presentación del señor Mario Marcel, Presidente del Banco Central de Chile que da a conocer el Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile (IPOM).	-
	03-12-19	La comisión consideró el proyecto que rebaja la rentabilidad de las empresas de distribución y perfecciona el proceso tarifario de distribución eléctrica.	12567-08
C. DIPUTADOS	10-12-19	Aprobó proyecto de ley que crea un subsidio para alcanzar un ingreso mínimo garantizado, con la salvedad de los artículos 1 al 6, por tratar materias propias de ley de quorum calificado y del inciso quinto del artículo 11, por tratar una materia propia de ley orgánica constitucional.	13041-13
	03-12-19	Informe complementario de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia calificada de "Discusión Inmediata", que "Mejora y establece nuevos beneficios en el sistema de pensiones solidarias"	13091-13
	10-12-19	Informe de comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en Mensaje, con urgencia "Discusión inmediata", que "Entrega un bono extraordinario de apoyo familiar"	13102-05
	28-11-19	Se celebró la sesión que tuvo por objeto proceder a la votación en particular del proyecto de ley que mejora y establece nuevos beneficios en el sistema de pensiones solidarias (Boletín N° 13091-13), con urgencia calificada de "discusión inmediata". Invitados: El Ministro de Hacienda y Ministra del Trabajo y Previsión Social.	13091-13
	03-12-2019	Se celebró sesión para continuar con el tratamiento en particular del proyecto de ley, iniciado en mensaje que crea un subsidio para alcanzar un ingreso mínimo garantizado (Boletín N° 13.041-13), con urgencia calificada de "Suma".	13041-13
10-12-19	Se celebró sesión que tuvo por objeto tratar el proyecto de ley, iniciado en Mensaje que entrega un bono extraordinario de apoyo familiar (Boletín N° 13.102-05).	13102-05	

* Más información ingresando el número de boletín a www.bcn.cl; www.congreso.cl o www.camara.cl según corresponda.

** Se informa sólo el último movimiento de cada proyecto.

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

PROFESOR DIRECCIÓN FINANCIERA

Julio Aznarez, Ph.D. y Master en Economía y Dirección de Empresas, IESE, Universidad de Navarra.
jaznarez.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Carmen Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
ccifuentesv.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.