

CEF ANÁLISIS

N° 32

INFORME CEF MACROFINANCIERO / MARZO 2020



ECONOMÍA INTERNACIONAL

CORONAVIRUS IMPACTA ECONOMÍA GLOBAL



ACTIVIDAD ECONÓMICA

LA DELICADA SITUACIÓN FISCAL QUE DEJA EL "ESTALLIDO"



BANCA

LA COMPLEJA DISYUNTIVA DEL BANCO CENTRAL



PENSIONES

LA BRECHA DE GÉNERO EN LOS MONTOS DE PENSIÓN DE VEJEZ



TEMA DE ANÁLISIS

¿ESTAMOS LOS CHILENOS DEMASIADO ENDEUDADOS?



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

ENERO / MARZO



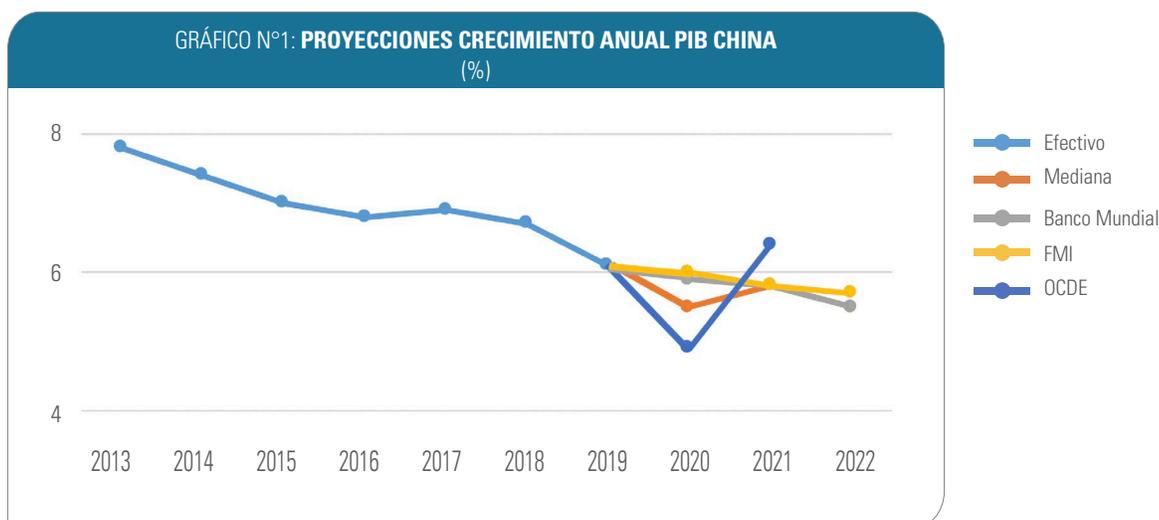
**DESCARGA
EL INFORME**



**VER INFORMES
ANTERIORES**



El brote del Coronavirus no solamente ha tenido costos humanos, sino que se ha convertido en una amenaza para la economía mundial. Las diversas medidas de contención que ha implementado China para combatir el virus, tales como restricciones estrictas sobre el movimiento de personas en las zonas afectadas, y cierres planificados de fábricas, han tenido importantes consecuencias sobre la actividad económica del país. En efecto, diversos organismos internacionales indican que la expansión anual de la segunda potencia mundial se ubicaría por debajo del 6% en 2020, lo que representaría su peor desempeño en los últimos 30 años (ver Gráfico N°1).

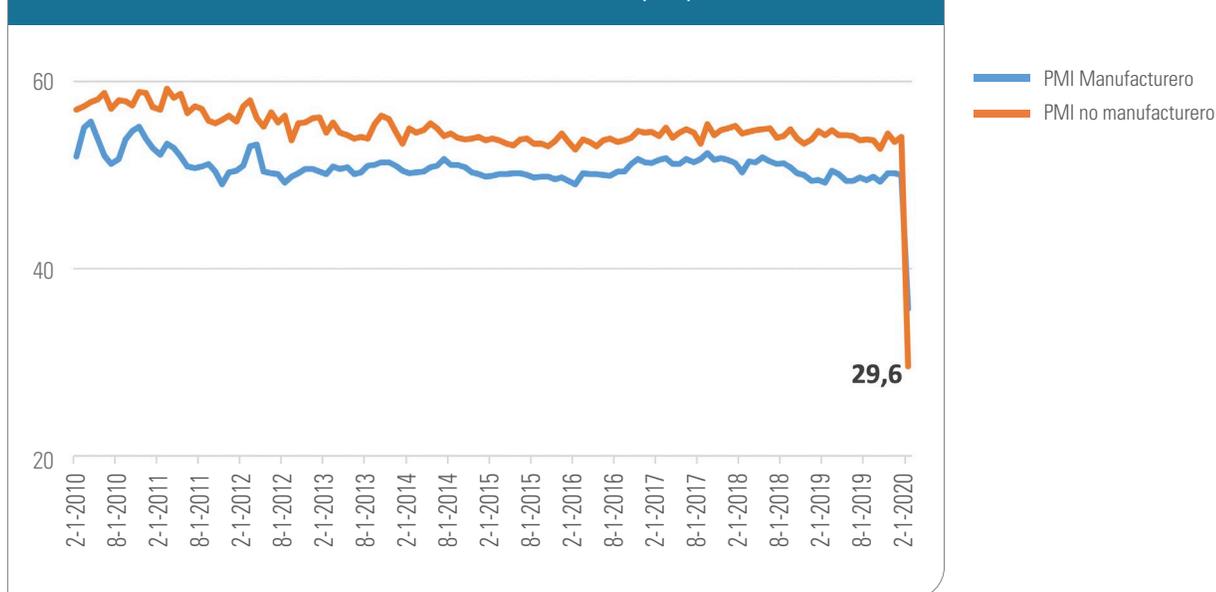


Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos vía Bloomberg.

Este recorte en las proyecciones de crecimiento obedece principalmente a dos factores: la paralización de la producción industrial y el menor consumo interno, ambos originados a partir de las medidas para hacer frente a la emergencia. Los datos macroeconómicos muestran el desplome sufrido por la industria manufacturera en febrero, mes en el que la producción cayó a su nivel más bajo desde 2005. Por otra parte, el PMI (por sus siglas en inglés, Purchasing Managers' Index) cayó hasta los 35,7 puntos. Esta caída de 14,3 puntos respecto a enero representa el nivel más bajo registrado desde la crisis financiera global, dejando en evidencia las expectativas negativas que tiene el mercado para la industria (ver Gráfico N°2).



GRÁFICO N°2: PURCHASING MANAGERS INDEX (PMI) CHINA



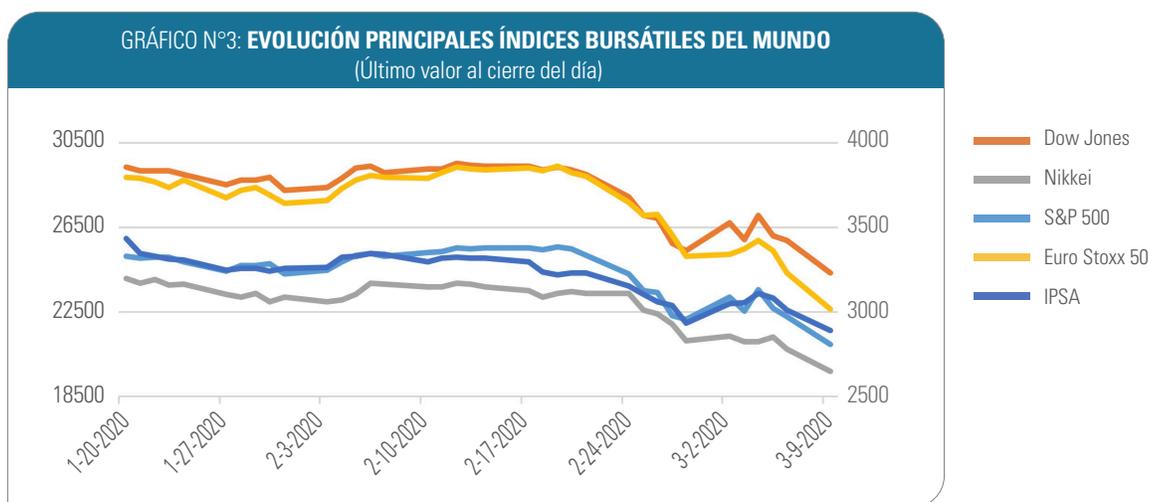
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos vía Bloomberg.

Por el lado de la demanda doméstica, se estima que, producto del menor consumo privado, ésta se contraiga un 4% en este primer trimestre. Otro sector que se ha visto fuertemente afectado es el comercio exterior, por lo que deberíamos esperar una reducción en el volumen de importaciones y exportaciones considerando el debilitamiento de la demanda doméstica e internacional.

La contracción del gigante asiático se está sintiendo en todo el mundo. Se estima que, dado el complejo escenario que enfrenta la economía china a causa del virus, el crecimiento anual del PIB mundial disminuiría a 2,4%, medio punto porcentual menos que la proyección realizada en 2019. ¿Por qué? La economía global está más interconectada que nunca, y China se ha vuelto un actor sustancial: es responsable de alrededor de un tercio del crecimiento global, lo cual refleja el rol fundamental que desempeña el país en las cadenas de suministro mundiales y en los mercados (particularmente de materias primas y de turismo). Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), actualmente cerca de un quinto del comercio mundial de productos intermedios se produce en China. Miles de industrias alrededor del mundo necesitan componentes chinos para poder producir, por tanto, se ven gravemente afectadas ante cualquier problema que pueda experimentar su proveedor. En cuanto a los efectos de la epidemia en los mercados, el turismo se ha visto directamente afectado por la caída de viajeros provenientes de China, aunque también por las cancelaciones y disminuciones de reservas del resto del mundo producto de la creciente incertidumbre acerca de la evolución del coronavirus. El mercado de las materias primas ha sufrido también el efecto (indirecto) del virus; las fábricas del principal importador de commodities a nivel mundial se han paralizado.

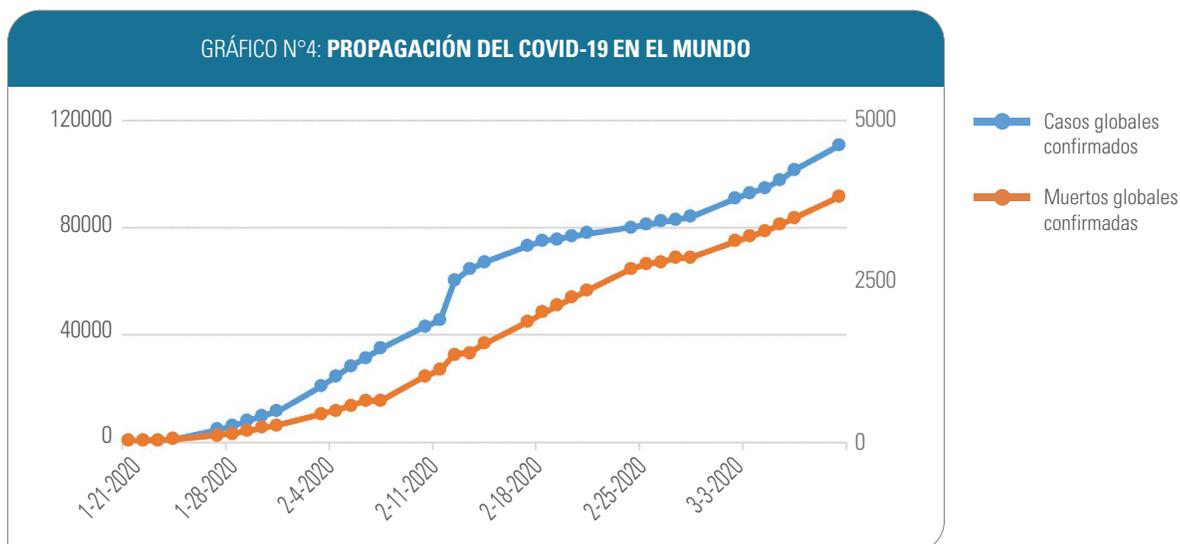


Por otra parte, ante el impacto del brote sobre el funcionamiento de miles de empresas, los mercados bursátiles más relevantes del mundo se desplomaron cerca de un 10% en la última semana de febrero, lo que representa el peor desempeño desde la crisis del 2008 (ver Gráfico N°3).



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

Las noticias de nuevos casos alrededor del mundo siguen aumentando los temores de los inversores a los efectos económicos del virus. En esta ocasión el impacto final del Covid-19, que hasta ahora cuenta con cerca de 110.600 casos confirmados en el planeta (ver Gráfico N°4), depende de qué tan rápida sea la propagación, pero, sobre todo, de qué tan pronto quede la epidemia bajo control.



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



LA DELICADA SITUACIÓN FISCAL QUE DEJA EL “ESTALLIDO”

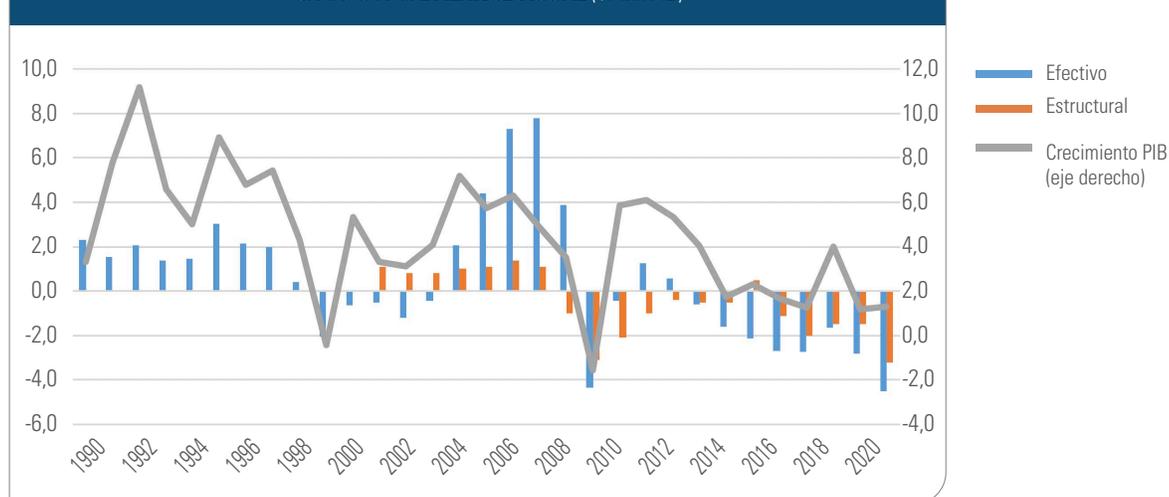
El actual gobierno heredó del anterior una situación fiscal bastante estrecha, con un déficit efectivo de 2,7% del PIB y de 2,5% en la medición cíclicamente ajustada o estructural. Lo cierto es que el país lleva una década con una situación fiscal deficitaria, explicada en parte porque la ley de responsabilidad fiscal ha sido insuficiente para hacerse cargo del fin de la bonanza del cobre en 2012. El gasto fiscal ha continuado creciendo a un ritmo bastante superior al del PIB, a lo que se suma el que la reforma tributaria de 2014 recaudó mucho menos de lo que se esperaba. Lamentablemente, el mundo político ha dejado de lado el hecho de que el único camino sustentable para financiar las demandas sociales es el crecimiento de la economía, y dado que ya llevamos seis años de bajo crecimiento, ha sido necesario recurrir al endeudamiento. El efecto negativo de esta política es evidente si consideramos que el gasto fiscal en intereses ha pasado de un 0,5% del PIB en 2010 a un 0,9% del PIB en 2019, a pesar de la importante reducción de las tasas de interés durante ese lapso. El año pasado el gobierno central destinó cerca de US\$ 2.600 millones al pago de intereses, monto superior al gasto del pilar solidario previsional.

Frente a esta situación, el gobierno actual se había comprometido en sus inicios a revertir el deterioro fiscal, y en la discusión del presupuesto 2019 se establecieron como metas para 2019 y 2020 déficits estructurales de 1,6% y 1,4%, para cada año respectivamente. El estadillo de violencia se ha traducido en un cambio radical de estas proyecciones, no sólo por el mayor gasto de las reformas sociales y las medidas de reactivación, sino también por el efecto del menor crecimiento en los ingresos tanto efectivos como cíclicamente ajustados. De esta forma, las estimaciones oficiales del resultado fiscal se han deteriorado en forma significativa. Para el año en curso, el gobierno estima un déficit efectivo de 4,5% del PIB (el más alto de los últimos 46 años) y un déficit estructural de 3,2% del PIB, también el más elevado desde que se implementó la regla estructural. Por ende, cuando el Ministro de Hacienda plantea que las finanzas públicas están al máximo de su capacidad, está en lo correcto. Y más grave aún, cuando se escucha la respuesta de muchos en la oposición y en la propia alianza de gobierno, es inevitable pensar que la responsabilidad fiscal ha dejado de ser un criterio guía de las políticas públicas, como lo fue en las últimas cuatro décadas.

En efecto, muchos plantean que lo primero es dar pronta solución a las demandas sociales, para posteriormente buscar las vías de financiamiento. El argumento de la sostenibilidad, tan relevante en las discusiones medio ambientales, pareciera no tener ningún valor en materia de las políticas de gasto público. Esto es preocupante, ya que no es coincidencia que el período de mayor éxito económico y social de nuestro país haya sido también de gran responsabilidad en materia fiscal, como muestra el gráfico a continuación:

LA DELICADA SITUACIÓN FISCAL QUE DEJA EL “ESTALLIDO”

GRÁFICO N°5: BALANCE FISCAL (% del PIB)



A partir de los puntos anteriores, surge entonces la interrogante acerca de la validez de la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada en 2008. Lo cierto es que esta ley no fija metas específicas de déficit o superávit fiscal, ni tampoco límites al endeudamiento, y sólo establece que “el Presidente de la República, dentro de los 90 días siguientes a la fecha en que asuma sus funciones, mediante decreto supremo expedido por intermedio del Ministerio de Hacienda, establecerá las bases de la política fiscal que se aplicará durante su administración, que deberá incluir un pronunciamiento explícito acerca de las implicancias y efectos que tendrá su política sobre el Balance Estructural correspondiente al período de su administración” (Ley 20.128). Por otra parte, este decreto supremo puede ser modificado, como de hecho acaba de ocurrir respecto a las metas fiscales de este gobierno, que hacen evidente la dificultad para recuperar el equilibrio fiscal estructural en un plazo razonable, a pesar de aumentos de gasto muy moderados a partir del año 2021.

Los resultados de mediano plazo estimados por la Dirección de Presupuestos a fines del año pasado podrían tener además un sesgo optimista, a la luz de la situación política actual del país. Para el período 2021 – 2024 el último Informe de Finanzas Públicas (IFP) estima un crecimiento promedio del PIB de 3%, y de 3,1% para la demanda interna, lo que junto a la recién aprobada reforma tributaria, permitiría un crecimiento promedio de los ingresos fiscales de 4,3% anual. A modo de comparación, durante el período 2013-2017, con la reforma tributaria de 2014 incluida, los ingresos fiscales crecieron a un ritmo promedio de 2,2% anual.

Respecto a las metas de balance cíclicamente ajustado, el nuevo decreto establece que el déficit estructural de 3,2% del PIB estimado para este año se reduciría a 2,5% en 2021, y de ahí en adelante en medio punto por año, para terminar en 2024 en 1% del PIB. El logro de estas metas requiere que el gasto del gobierno central crezca a una tasa promedio de 1,5%, que parece tremendamente exigente en el actual contexto político y social (el gasto fiscal ha crecido a una tasa promedio anual de 6% real anual en la última década). La conclusión es una sola: parece muy difícil que en un plazo razonable se pueda empezar a moderar el crecimiento de la deuda pública, lo que probablemente se traduzca en un nuevo deterioro de la clasificación de riesgo soberano. Por otra parte, sería necesario contar con una Ley de Responsabilidad Fiscal que logre en mejor forma el objetivo para el que fue creada.

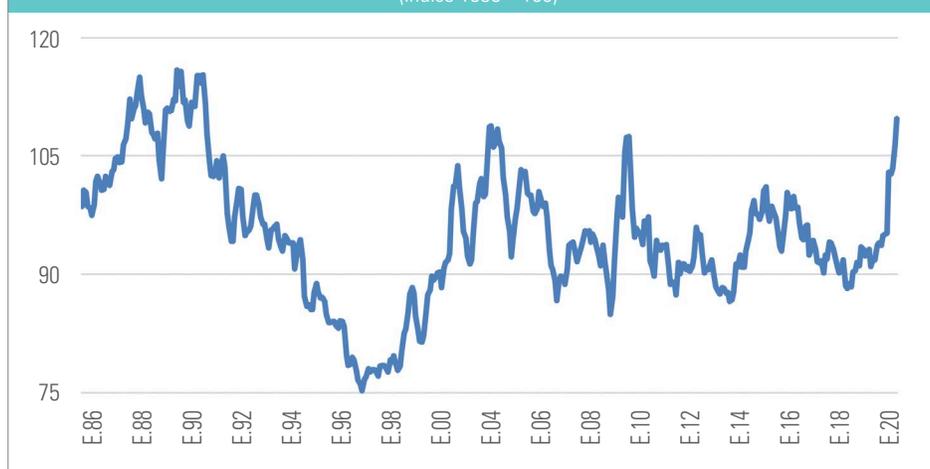


La coyuntura actual de Chile y el mundo es bastante compleja para el accionar de la política monetaria, básicamente porque se enfrentan en forma simultánea tanto shocks en la oferta como en la demanda agregada, lo que se traduce en que el instrumento monetario no sea el más apropiado para atenuar los efectos de estos shocks.

Por una parte, está el shock interno, donde el clima de violencia afecta el normal desarrollo de la actividad productiva, y deteriora también la confianza, elemento clave para un buen funcionamiento de los mercados. Esto podría hacer recomendable una reducción de la tasa de política monetaria, como de hecho ocurrió a fines de octubre pasado, en que se redujo de 2% a 1,75%. Hasta ahí, la dificultad de profundizar el uso de este instrumento se produce porque la crisis política interna ha tenido un impacto fuertemente alcista en el tipo de cambio, que da cuenta del efecto más permanente que tendría la misma. La depreciación del peso impacta los precios, y aunque es un efecto por una vez, se traduce en un aumento de la inflación en el corto plazo, que dificulta la expansividad de la política monetaria. Esa es la razón de que el Banco Central haya decidido a principios de diciembre intervenir el mercado cambiario, aunque teniendo presente que la intervención cambiaria puede revertir movimientos cíclicos de la variación del peso, pero es poco efectiva si éstos tienen una causa más estructural, como ocurre en la situación actual. No sólo han bajado las estimaciones de crecimiento de corto plazo, sino también los resultados esperados en el mediano plazo.

Si se analiza la evolución del tipo de cambio real, parece evidente que los niveles actuales están desalineados de la tendencia histórica, sin embargo, pueden ser consistentes con el nivel de incertidumbre en el corto plazo, que abarca no sólo aspectos económicos, sino también institucionales.

GRÁFICO N°6: TIPO DE CAMBIO REAL 1986-2020
(Índice 1986 = 100)

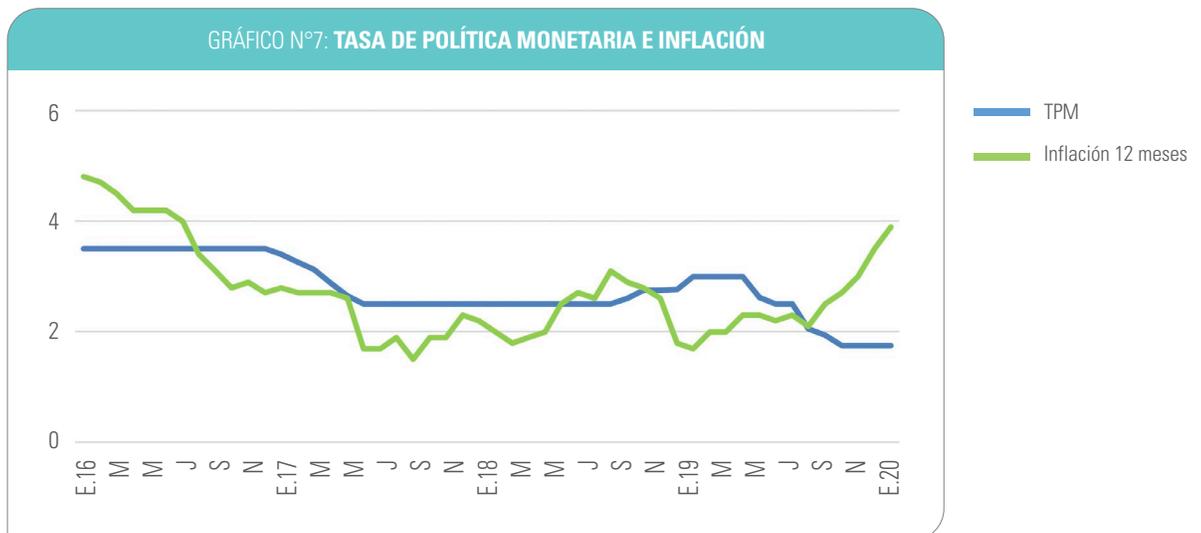


Fuente: BCCH, estimaciones propias para febrero y marzo 2020.



A este contexto de crisis e incertidumbre interna se suman ahora los efectos del coronavirus, que hasta la fecha están siendo fuertemente disruptivos en la economía mundial. Es muy difícil estimar las consecuencias que tendrá esta epidemia, y surgen estimaciones fuertemente pesimistas, a la luz de la velocidad de los contagios. Se trata, en todo caso, de un shock que, aunque puede tener efectos significativos, es de carácter transitorio, y afecta en mayor medida a la oferta agregada que a la demanda, por lo que la herramienta monetaria puede ser poco efectiva para atenuar el impacto negativo. De hecho, a pesar de que la Reserva Federal americana redujo en forma significativa la tasa de política monetaria, los mercados de capitales han seguido mostrando una tendencia fuertemente negativa y el dólar ha continuado apreciándose.

¿Qué debe hacer en este contexto el Banco Central de Chile? Algunas voces expertas han sugerido que debe seguir el movimiento de la Reserva Federal, bajando las tasas, sin embargo, la fuerte tendencia a la depreciación del peso hace riesgoso profundizar el grado de expansividad de la política monetaria, considerando que la TPM es actualmente fuertemente negativa en términos reales, ya que el último dato de IPC situó la inflación en 12 meses en 3,9%, cercana al límite máximo del rango meta. De hecho, la brecha negativa entre la TPM y la tasa de inflación está actualmente en los niveles récord que se observaron en algunos meses de la Crisis Subprime.



Fuente: BCCH.

Se suma a lo anterior el hecho de que hasta ahora el coronavirus he generado presiones adicionales sobre el peso, a pesar de la fuerte baja de tasas por parte de la Reserva Federal, lo que probablemente mantendrá una tasa de inflación elevada en los próximos meses. Por otra parte, si la fuerte baja del precio del petróleo de estos días se mantuviera, eso podría ser un alivio en materia de inflación, facilitando en alguna medida el escenario para el Banco Central.



BANCA

LA COMPLEJA DISYUNTIVA DEL BANCO CENTRAL

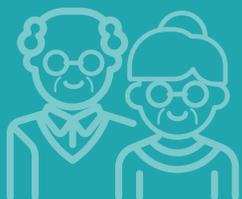


CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

CEF ANÁLISIS N°32 | MARZO 2020

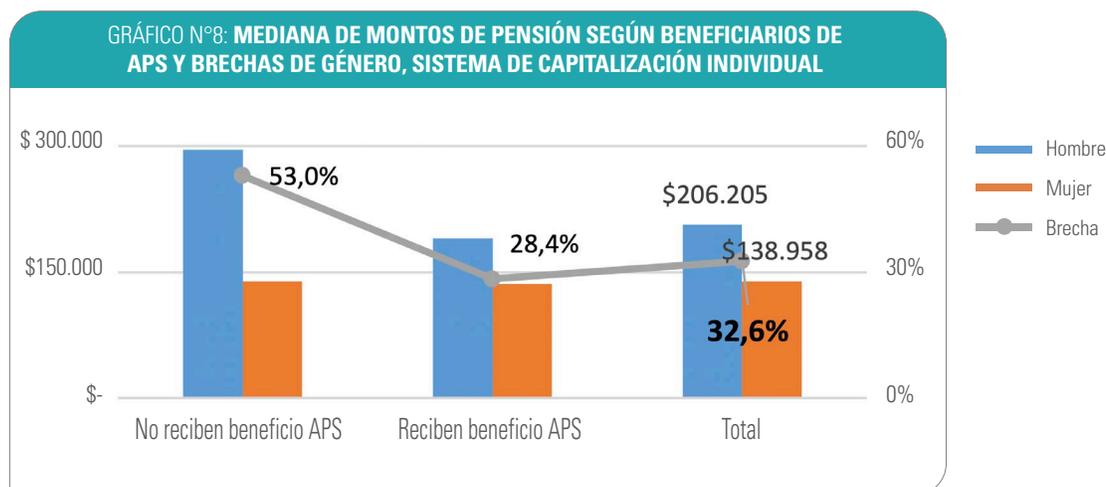
PÁG. 9

En definitiva, la decisión de reducir la tasa no parece para nada evidente, a lo que se agrega el que sería inconsistente con volver a intervenir en el mercado cambiario para atenuar la depreciación del peso. Finalmente, estamos enfrentando simultáneamente shocks de oferta y de demanda, y si hubiera que plantear la política óptima en este contexto, sería despejar la incertidumbre en el mayor grado posible. Lamentablemente, el escenario interno apunta exactamente en la dirección contraria.

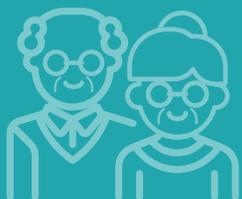


Las brechas de género que existen en el mercado laboral continúan siendo un desafío a nivel mundial. En Chile, pese a que la participación de la mujer ha aumentado en las últimas décadas, se mantiene en niveles significativamente inferiores a la de los hombres. La desigualdad de género se observa además en términos de salarios. Según el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), la participación de los hombres en el mercado laboral chileno es 20,5 puntos porcentuales (pp.) superior a la de las mujeres. En cuanto a la brecha de género en el ingreso medio, se ubicó en -27,2% en desmedro de las mujeres (Encuesta Suplementaria de Ingresos, 2018). Las cifras no son auspiciosas. Muestran que, si bien ha habido avances en ambos indicadores, nuestro país sigue manteniendo un rezago importante respecto a los países de la OCDE. Esta situación es en sí misma preocupante, pero el impacto que tiene sobre el monto de pensión pagado a mujeres en comparación a hombres hace que lo sea aún más.

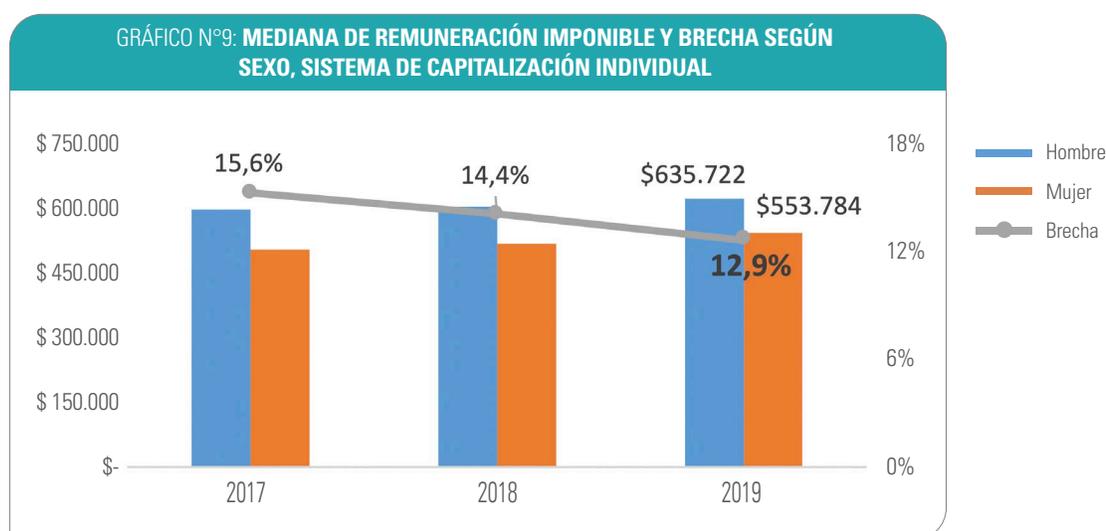
Hace un par de meses la Superintendencia de Pensiones dio a conocer el segundo documento anual “Informe de género sobre el sistema de pensiones y seguro de cesantía”, que analiza de manera descriptiva la situación que enfrentan mujeres y hombres en el sistema previsional chileno. Según el estudio, a junio de 2019 las mujeres representaron el 47,6% del total de pensiones de vejez pagadas. En lo que respecta a los montos medianos de pensión pagados, reflejaron una brecha de -32,6%. Al distinguir entre quienes reciben una pensión 100% autofinanciada versus quienes reciben el beneficio del Aporte Previsional Solidario (APS), se observa que las brechas de la mediana fueron de -53% y 28,4%, respectivamente (ver Gráfico N°8).



Fuente: Informe de género sobre el sistema de pensiones y seguro de cesantía, Superintendencia de Pensiones



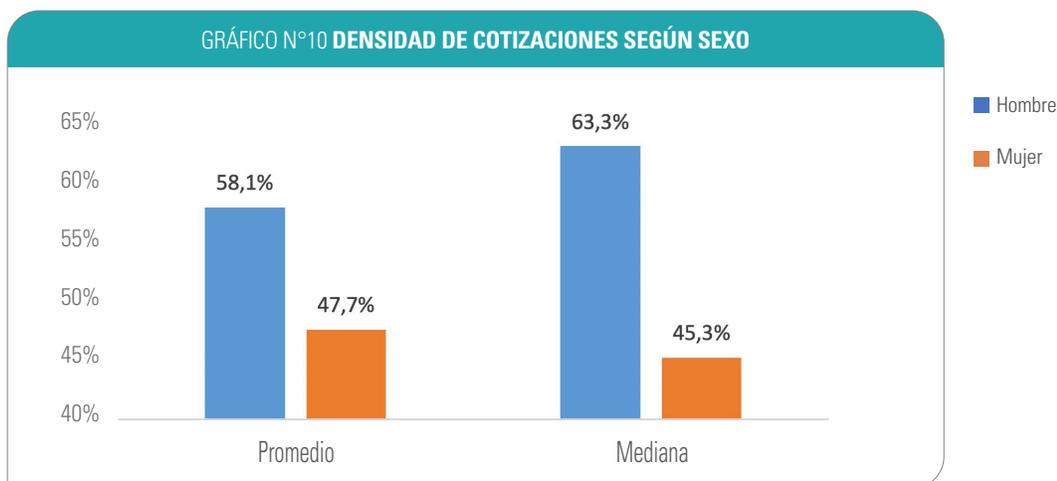
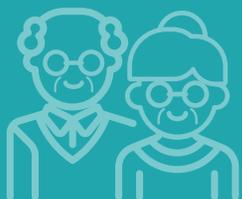
¿Cuál es el origen de las diferencias de género en el monto de las jubilaciones? La respuesta a esta pregunta la encontramos en aquellos indicadores que determinan el monto de pensión de vejez pagado. En primer lugar, se observan diferencias en las remuneraciones imponibles. En el Gráfico N°9 se aprecia que la remuneración imponible mediana fue de \$553.784 en mujeres y de \$635.722 en hombres, lo que implica una brecha de -12,9% (1,5 pp. menor a la del año anterior).



Fuente: Informe de género sobre el sistema de pensiones y seguro de cesantía, Superintendencia de Pensiones

Un elemento que también contribuye a que las mujeres reciban menores pensiones se relaciona con las brechas en densidades de cotización¹. Las mujeres se concentran en los tramos de densidad de cotización más bajos, mientras que los hombres se concentran en los rangos más altos. La mediana de densidad de cotizaciones fue 45,3% y 63,4%, respectivamente (ver Gráfico N°10). ¿A qué se debe lo anterior? En la baja densidad de cotización de las mujeres inciden los periodos sin empleo, consistentes con el bajo nivel de participación laboral de éstas, o las llamadas “lagunas previsionales”, que se relacionan estrechamente con la participación en el mercado laboral informal. Este factor es crucial, puesto que la mejora de los montos de jubilación de las mujeres se dificulta en la medida que no ahorren durante la etapa productiva.

¹ Densidad de cotización es el número de períodos cotizados con relación al número de períodos de afiliación.



Fuente: Informe de género sobre el sistema de pensiones y seguro de cesantía, Superintendencia de Pensiones

Otro factor que se traduce en una menor pensión es que, en Chile – así como también en otros países de la región – hombres y mujeres tienen edades legales de jubilación diferidas. Esto afecta negativamente la tasa de reemplazo, puesto que disminuye los años potenciales de cotización que tienen mujeres (entre que comienza la vida laboral y se produce el retiro). Si bien en la práctica las chilenas posponen en promedio su retiro laboral, la edad efectiva de jubilación sigue ubicándose por debajo a la de los hombres. A lo anterior se le suma el hecho de que la expectativa de vida es menor a la de los hombres que en mujeres. Esto significa que el número de años de jubilación que debe financiar una mujer es superior. En efecto, un hombre que jubila a la edad legal y alcanza la expectativa de vida promedio (77) debe financiar solamente 11 años de vida, la mitad de los años que debe financiar la pensión de una mujer (22).

En conclusión, la brecha de género en pensiones es el resultado de múltiples factores, todos relacionados a las brechas en la inserción laboral. Es un hecho que las mujeres participan menos en el mercado laboral formal y que reciben remuneraciones menores. Según un estudio de la Cepal (2016), las interrupciones laborales, así como también la participación en el mercado informal del trabajo, pueden ser una consecuencia de la carga del trabajo no remunerado que recae sobre las mujeres. Cabe entonces preguntarse ¿qué cambios estructurales necesitamos para romper la brecha de género? Y, más importante, ¿estamos dispuestos a realizarlos?



¿ESTAMOS LOS CHILENOS DEMASIADO ENDEUDADOS?

Carmen Cifuentes Véliz

CEF ANÁLISIS N°32 | MARZO 2020

PÁG. 13



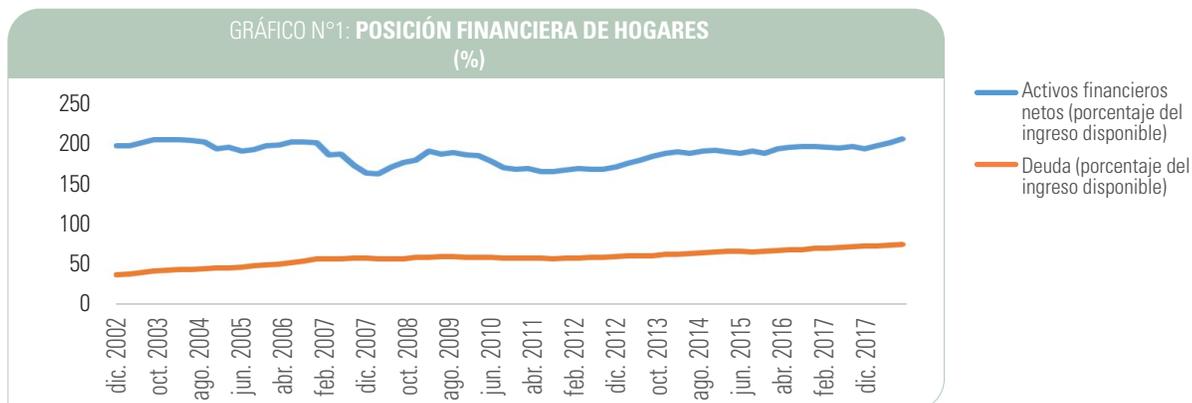
Los modelos económicos tradicionales de decisión asumen que los individuos escogen cuánto consumir, ahorrar y endeudarse de acuerdo con la hipótesis del ciclo de vida (Modigliani, 1986). Esta teoría plantea que los individuos intentan suavizar consumo, para lo cual deben ahorrar/desahorrar a lo largo de su ciclo de vida, asumiendo que éstos se endeudan cuando saben que en un futuro cercano tendrán los ingresos para pagar su deuda. El acceso al crédito es en este contexto una herramienta que permite transferir ingresos entre periodos para así suavizar shocks de ingreso.

En la práctica el comportamiento de los individuos respecto al endeudamiento no necesariamente es como lo predice la teoría. Los datos dejan en evidencia la tendencia creciente que mantiene el endeudamiento en nuestro país durante los últimos años. Lo anterior es preocupante, considerando que un alto nivel de endeudamiento puede perjudicar la capacidad de los agentes económicos para hacer frente a sus obligaciones, poniendo en peligro la estabilidad de los sistemas financieros.

I. Endeudamiento de hogares ¿Qué nos dicen los números?

A principios de este año el Banco Central dio a conocer las cifras de Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI) que permiten analizar la evolución del endeudamiento sectorial en el tercer trimestre de 2019. Los datos muestran una tendencia alcista en el endeudamiento, tanto público como privado.

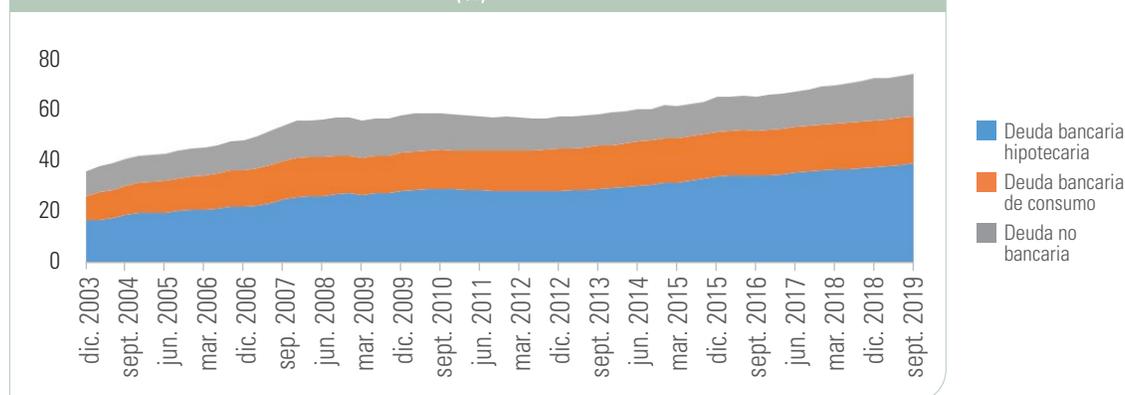
El stock de deuda (como porcentaje del ingreso disponible) de los hogares chilenos registró un alza de 2,9% respecto al mismo periodo del año anterior, representando a fines de septiembre del año pasado un 75% del ingreso disponible (anualizado). Si bien esta cifra representa un récord, ocurre paralelamente con un aumento de la riqueza financiera de los hogares, explicado principalmente por el mayor patrimonio de los fondos de pensiones, lo cual atenúa en parte las señales de alarma (ver Gráfico N°1). Es importante señalar que el aumento en el endeudamiento de los hogares obedece al incremento de los créditos hipotecarios con instituciones bancarias, y no a una mayor deuda de consumo (ver Gráfico N°2). Lo anterior es lógico considerando las favorables condiciones de financiamiento que observamos hasta octubre del año pasado. De hecho, la deuda hipotecaria bancaria supone el 39,6% del ingreso disponible anual de los hogares, mientras que la deuda de consumo bancaria el 18,6% y la no bancaria (esto es, con otros intermediarios financieros como casas comerciales, cajas de compensación y compañías de seguro) el 16,8%.



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



GRÁFICO N°2: DEUDA DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL INGRESO DISPONIBLE.
(%)



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

Ahora, ¿qué tan alto es el nivel de endeudamiento de los hogares chilenos en relación con el de otros países? En Chile la deuda de los hogares, calculada como porcentaje del PIB, se situaba en 46,3% al cierre del segundo trimestre de 2019, cifra significativamente superior a la registrada por otros países de la región como Argentina (5,6%), Brasil (28,3%) y México (16,3%), pero inferior a la registrada en países desarrollados donde el promedio es de 72,2%.

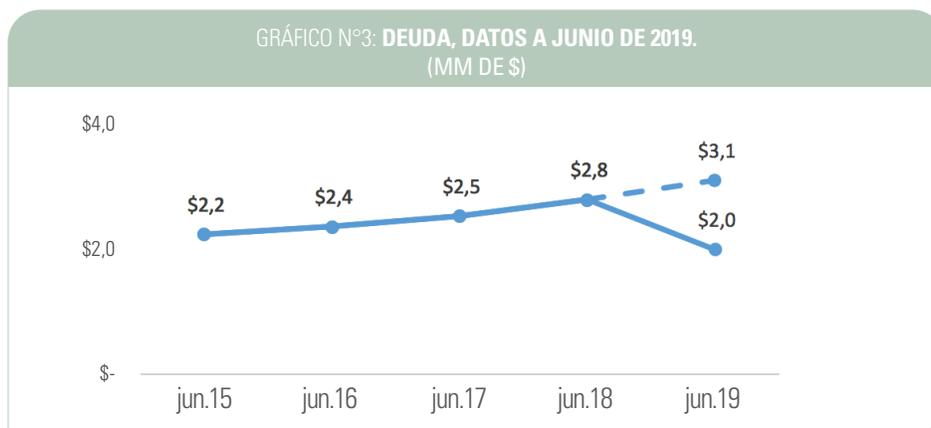
Lo anterior sugiere que, al menos desde el punto de vista macro, el endeudamiento de los hogares chilenos no parece ser un problema muy importante, ya que concuerda con los niveles observados en países de similar ingreso per cápita. No obstante, este resultado es un agregado nacional, de manera que puede esconder preocupantes condiciones para determinados grupos de la población. Por ello es por lo que, para intentar explicar por qué el sobreendeudamiento es uno de los detonantes del malestar social que aqueja al país, analizaremos el tema desde un punto de vista micro.

El último Informe de Endeudamiento de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), que considera datos reportados al cierre de junio de 2019, entrega un análisis acerca de los deudores bancarios. Durante los últimos años se había observado un aumento en el stock de deuda, la carga financiera y el apalancamiento. Sin embargo, a fines de 2018 se integraron las tarjetas CMR de Falabella y Presto de Walmart al sistema como sociedades de apoyo al giro (SAG). La entidad señala que este hecho disminuye el valor de los indicadores de endeudamiento puesto que los nuevos deudores incorporados presentan deudas de menor magnitud, así como también de plazos más cortos. Lo anterior explica la disminución de la caída en el stock de deuda, la carga financiera y el apalancamiento, respecto al mismo periodo anterior², que evidencian los datos. Sin el ingreso de estas emisoras, se

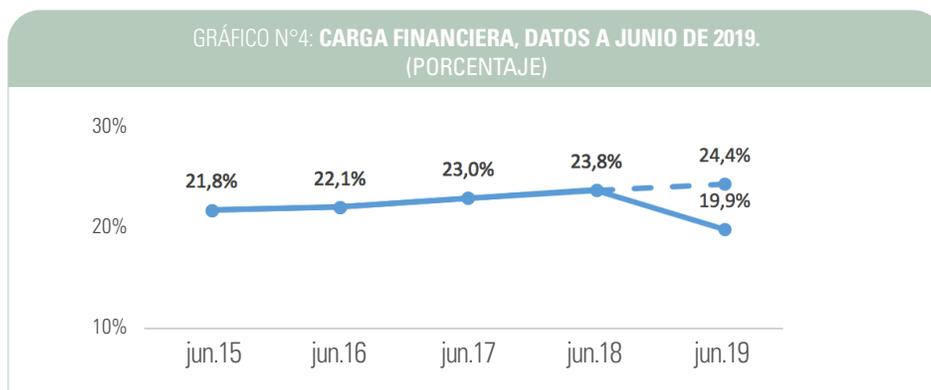
² En el informe de la CMF se entiende por deuda efectiva “el stock de capital más intereses devengados de las obligaciones mantenidas en cada periodo de análisis”. Por otro lado, la carga financiera mide “el porcentaje del ingreso que es destinado a obligaciones financieras”. Finalmente, el apalancamiento mide “el número de ingresos mensuales que un deudor tendría destinar para saldar sus obligaciones financieras por completo”.



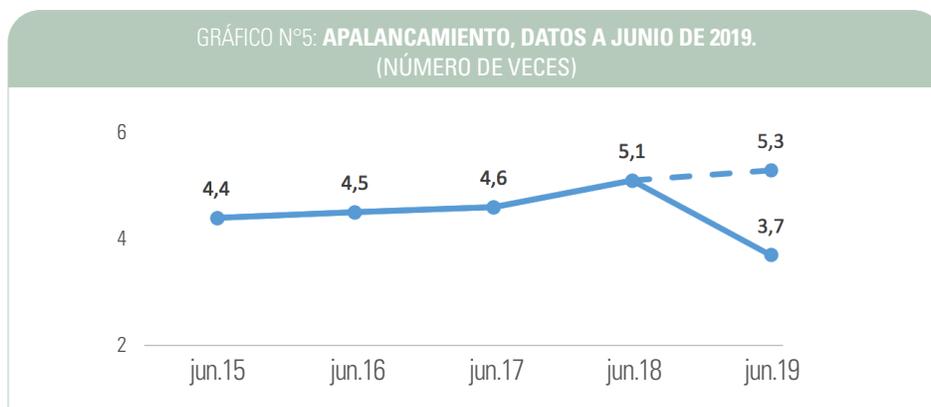
hubiese mantenido la trayectoria creciente observada en los años anteriores, tanto para la deuda como para la carga financiera y el apalancamiento. A mediados de 2019 la deuda representativa bordeaba los \$3,1 millones, mientras que el cliente bancario representativo destinaba casi un cuarto de su ingreso al pago de obligaciones financieras y necesitaba más del quintuple de su ingreso para saldar sus compromisos financieros por completo (ver Gráficos N°3,4 y 5).



Fuente: Elaboración propia en base a datos Informe de Deudores, CMF.



Fuente: Elaboración propia en base a datos Informe de Deudores, CMF.



Fuente: Elaboración propia en base a datos Informe de Deudores, CMF.



Ahora bien, considerando la inclusión de las SAG's, la deuda mediana (tanto para fines de consumo como de vivienda) de los deudores bancarios alcanzó los \$2.088.396, mientras que la carga financiera y el apalancamiento se ubicaron en 19,9% y 3,7 veces el ingreso, respectivamente. Ciertamente hay grupos específicos de la población que presentaron valores superiores a la mediana. El informe revela que un cuarto de los deudores exhibe niveles de cargas financieras que más que duplican el nivel mediano y apalancamientos 3,6 veces superior a la mediana. En el segmento etario de entre 35 a 30 años los tres indicadores alcanzaron su máximo valor, fenómeno que está fuertemente correlacionado con la compra de vivienda durante esta etapa del ciclo de vida.

Por otro lado, destaca que, si bien es obvio que la mediana de la deuda hipotecaria (\$23,7 MM) sea mayor a la de consumo (\$1,7 MM), la primera mostró además un alza de 10,6% nominal respecto a junio de 2018, consistente con la tendencia decreciente exhibida por la tasa hipotecaria durante el primer semestre de 2019.

Un punto de vital importancia es lo que ha sucedido con los llamados “deudores vulnerables”, es decir, aquellos que presentan índices de morosidad superiores a la mediana y/o poseen una alta carga financiera (superior al 50% de su ingreso mensual). Respecto a las estadísticas del primer grupo, se estima que a junio de 2019 la mediana de la deuda impaga sobre la deuda total era de 4,49%, lo que representa un aumento en la morosidad respecto al año previo. Los datos muestran que el índice de morosidad disminuye en la medida que aumenta el ingreso; es superior a la mediana en los tramos de ingresos mensuales inferiores a \$600.000. Conjuntamente, los clientes con mayor deuda impaga sobre la deuda total se ubican en los extremos de la distribución etaria (menores de 30 y mayores de 65 años). Estos segmentos son, probablemente, quienes tienen menores ingresos y, por tanto, más dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras. Por otra parte, se estima que un 18,8% de los deudores pertenece al segundo grupo – tienen una carga financiera superior al 50% - lo que representa una disminución respecto a 2018.

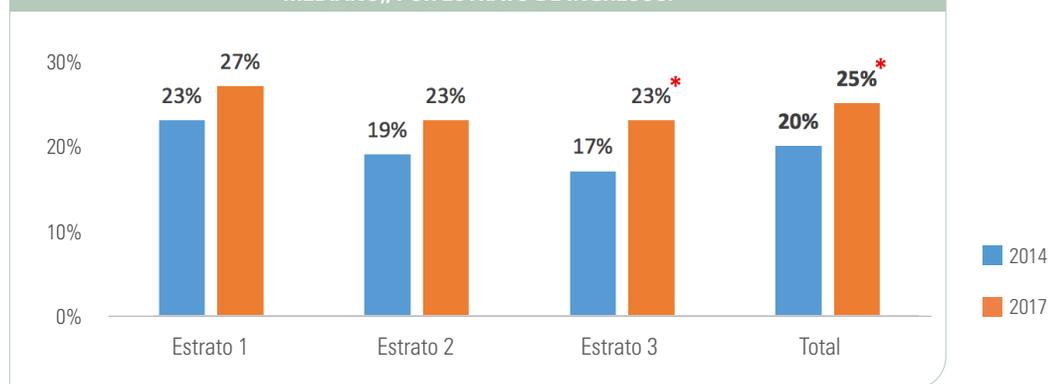
Aunque el informe da cuenta de mejoras en las cifras de deudores vulnerables, es importante recalcar que, excluyendo a aquellos clientes que se incorporaron por la absorción de las tarjetas CMR de Falabella y Presto de Walmart al sistema, los indicadores de deuda aumentaron significativamente. Queda demostrado que el endeudamiento de los hogares ha mantenido una tendencia creciente durante los últimos periodos, siendo los resultados exhibidos por segmentos particulares de la población los más alarmantes.

La última Encuesta Financiera de Hogares (EFH) ya presentaba algunos resultados preocupantes referidos al endeudamiento de los hogares. Si bien esta encuesta tiene la desventaja de que el levantamiento de datos se haya ejecutado durante el año 2017, posee al mismo tiempo algunas ventajas: es representativa a nivel nacional urbano y, gracias a la gran cantidad de información que recoge, permite estudiar el endeudamiento de los hogares de manera más detallada (ej. Indaga en otros tipos de deuda, examina los motivos de endeudamiento, analiza indicadores de endeudamiento según nivel educacional, entre otras cosas).



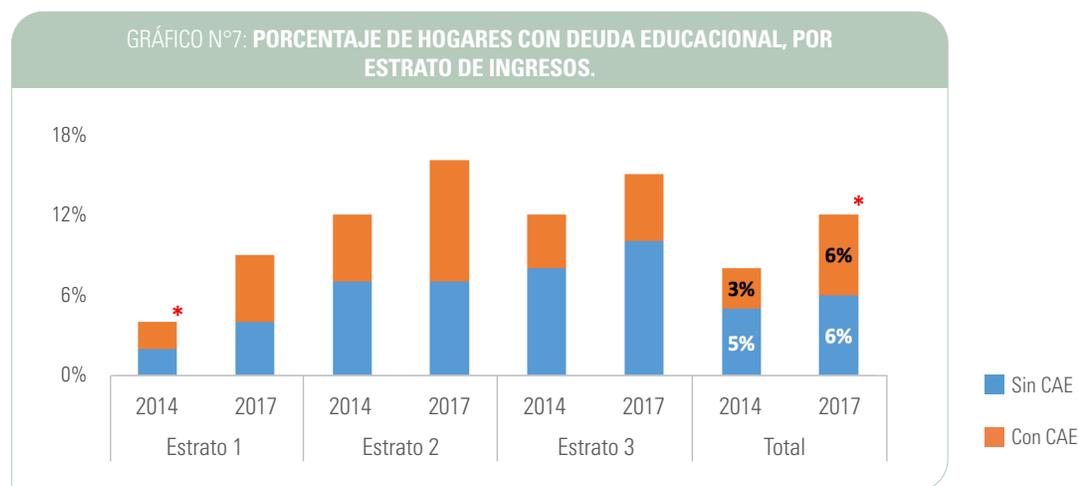
A partir de los datos de la EFH se construyen también indicadores de endeudamiento cuyo fin es lograr identificar qué segmentos de la población son los más vulnerables en términos financieros. El más relevante es el RCI (ratio carga financiera a ingreso), que corresponde a la razón entre el pago de deuda mensual y el ingreso monetario mensual. En relación con este indicador, se estimó que en 2017 el hogar mediano destinaba un 25% de su ingreso disponible al pago de deudas todos los meses. Este resultado representó un aumento (estadísticamente) significativo entre 2014-2017 de 5%. Un aspecto importante es que, en esta última versión, los hogares pertenecientes al primer estrato de ingresos presentaron el mayor RCI mediano (27,4%), así como también aquellos cuyo jefe de hogar tiene entre 35-49 años (ver Gráfico N°6). Pese a que el resultado del análisis por tramo etario difiere del obtenido en el último Informe de Endeudamiento de la CMF, se reafirma que el peso de la deuda en el ingreso mensual tiende a ser decreciente en el ingreso.

GRÁFICO N°6: RCI (RAZÓN DE CARGA FINANCIERA A INGRESO DISPONIBLE DEL HOGAR MEDIANO), POR ESTRATO DE INGRESOS.



Fuente: Resultados Encuesta Financiera de Hogares, Banco Central de Chile.

La EFH no solamente analiza las deudas de consumo e hipotecaria, sino que también otro tipo de deudas. Entre ellas, una que se vincula con el estallido social de octubre, la deuda educacional. En 2017 el monto mediano del crédito educacional ascendía a \$4,2MM, superando a préstamos automotrices y de consumo. Adicionalmente, entre 2014 y 2017 aumentó significativamente el porcentaje de hogares con deuda educacional, especialmente en el estrato de menores ingresos (ver Gráfico N°7). De hecho, al indagar en las motivaciones para contraer deudas no hipotecarias, ponderando tales motivaciones por el monto de la deuda, se observó que el motivo de “gastos educacionales” – realizado fundamentalmente a través de deuda educacional – es una de las principales razones de endeudamiento junto a “cancelación de otras deudas”. En el stock total de deuda educacional el Crédito con Aval del Estado (CAE) es el tipo de crédito de mayor relevancia. Según los datos de la Comisión Ingresos, hay alrededor de 935.000 deudores CAE, de los cuales un 61% está en etapa de pagar el crédito. De estos últimos, un cerca de 192 mil estudiantes se encuentra moroso, lo que equivale al 40%, cifra que aumenta en el segmento de deudores que no terminaron sus estudios. No sorprende entonces que, en medio de la crisis, hayan surgido presiones para condonar el total de la deuda CAE.



Fuente: Resultados Encuesta Financiera de Hogares, Banco Central de Chile

En resumen, el endeudamiento promedio de los hogares del país esconde señales de alarma que solamente es posible percibir cuando se realiza un análisis a nivel microeconómico. Los indicadores de endeudamiento muestran que, tanto la exposición como la vulnerabilidad financiera de los hogares chilenos, han seguido una tendencia creciente en el último tiempo. Los índices de morosidad han ido en constante aumento con el pasar de los años, siendo el retail financiero el sector con el mayor número de deudas impagas. Esta situación es incluso más compleja en determinados segmentos de la población, intensificándose en un tipo específico de deuda: la deuda educacional. Lo anterior explica que el endeudamiento sea uno de los detonantes del malestar social que estamos presenciando. Lo esencial es entender por qué parte importante de los hogares está “sobre endeudada”.

II. Consecuencias del “Estallido Social” sobre el endeudamiento.

El mercado del crédito se ha visto afectado por el debilitamiento de la actividad económica del país producto de los eventos sociopolíticos de los últimos meses. El impacto de un escenario como el actual, en el caso de los hogares, hace que aquellos grupos de mayor vulnerabilidad financiera y económica (alta carga financiera, carentes de un ingreso permanente) enfrenten posibles dificultades para hacer frente a sus obligaciones. No sorprende que los indicadores de riesgo financiero que mantenían una tendencia creciente desde hace algunos años evidenciaron un marcado incremento.

Un estudio realizado por Equifax en conjunto con la Universidad San Sebastián arrojó un crecimiento de un 2,2% en el número total de morosos durante el último trimestre de 2019 respecto al mismo periodo del año anterior, lo que equivale a cerca de 102.000 nuevos deudores morosos. Con esto el número de chilenos mayores de 18 años con deudas impagas supera los 4,7 millones. En cuanto a la deuda impaga promedio, superaba el millón ochocientos mil pesos en diciembre, lo que representa un incremento 8,1% en doce meses.



Las cifras reportadas por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF), en base a datos de la CMF, no presentan una realidad muy distinta. Se han observado alzas en la morosidad, especialmente en la cartera de consumo que experimentó un incremento de casi 40 puntos bases (pb.) en los últimos 4 meses de 2019. El segmento comercial no se queda atrás, anotando un aumento de 17 pb. desde el cierre de septiembre pasado. El mayor riesgo de incumplimiento o retraso en el pago de compromisos financieros se ha visto reflejado en el nivel de provisiones. En la cartera de consumo el gasto neto en provisiones sobre colocaciones promedio registra un alza acumulada de 82 pb. entre octubre y enero. Para la cartera comercial, este índice anota un aumento de 14 pb.

Si bien se evidencia un cambio en la evolución de los impagos desde del comienzo del conflicto social, la industria señala que “desde una perspectiva de mediano plazo, estos se encuentran aún en niveles acotados” (ABIF). No obstante, es probable que en el actual contexto – de incertidumbre y bajo crecimiento de la economía – este escenario se prolongue. De hecho, es de esperar que los incrementos importantes en la morosidad se vean en la medida que los efectos de la crisis sobre el empleo se vuelvan más notorios.

El clima de impunidad que se ha ido instalando en diversos ámbitos de la sociedad es también un problema en el ámbito del endeudamiento y la morosidad, por cuanto se deteriora la disposición a mantenerse al día en el pago de las deudas y aumenta la percepción de que finalmente debería ser el Estado el que se haga cargo del problema. Este es actualmente un riesgo importante en la sostenibilidad del sistema financiero, y se deben destinar esfuerzos a que no se deteriore el comportamiento de pago de los deudores. Una alternativa para las instituciones financieras es buscar mecanismos de premio para los deudores que se mantengan al día.

III. ¿Es posible atenuar el endeudamiento?

El sostenido aumento en los indicadores de endeudamiento de los hogares chilenos, sumado al complejo escenario macroeconómico que se ha generado desde del estallido social, han encendido las alarmas, tanto en el Gobierno como en el sector financiero, respecto al tema.

A mediados de enero el ministro Palacios anunció una serie de medidas para mitigar el nivel de endeudamiento del país. Las primeras medidas del paquete apuntan a facilitar el pago de las deudas y a postergarlas en aquellos casos que los individuos tienen dificultades para pagar. Entre ellas destaca la implementación un sistema para que los clientes del Banco Estado tengan la posibilidad de consolidar su deuda y refinanciarla en mejores condiciones, iniciativa a la cual se han ido sumando otras entidades financieras como el retail, cajas de compensación y cooperativas a través de la postergación del pago de cuotas, de periodos de gracia o de la entrega de ciertos beneficios para quienes hayan perdido su empleo.

Las segundas medidas del paquete guardan relación con la prevención del endeudamiento. En primer lugar, el Servicio Nacional del Consumidor (Sernac) puso a disposición una especie de “calculadora



¿ESTAMOS LOS CHILENOS DEMASIADO ENDEUDADOS?

de endeudamiento” que permite saber si un individuo es o no capaz de tomar una nueva obligación financiera. Adicionalmente, se presentará un proyecto de ley que crea un sistema consolidado de deuda que apunta a unificar en una sola base de datos los registros de deuda de los distintos oferentes de créditos. Este último punto es de vital importancia. En Chile no existe un registro consolidado de deudas, sino que, pese al sostenido aumento en la participación de fuentes de financiamiento no bancarias en el mercado, la información crediticia disponible se encuentra dividida. Contar con un registro consolidado de deudores permite identificar a aquellos individuos que mantienen obligaciones con múltiples oferentes de crédito a la hora de evaluar el endeudamiento. Lo anterior evita subestimaciones de la carga financiera total y la probabilidad de impago de los clientes, que, bien sabemos, contribuyen a la inestabilidad financiera.

Si bien las medidas anunciadas son positivas, queda pendiente un tema primordial en el cual venimos fallando como país hace varios años: la educación financiera. Pese a que la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento (Superir), el Sernac y otras entidades privadas cuentan con programas enfocados en esta materia, el chileno promedio sigue sin manejar los productos y conceptos básicos que requieren para tomar decisiones financieras óptimas.

³ En mayo de 2018, a través de una modificación de la Ley General de Educación (LGE) se incorporaron en la enseñanza contenidos de Educación Financiera.



SELECCIÓN PROYECTOS DE LEY MUNDO FINANCIERO Y ECONÓMICO CON MOVIMIENTOS EN EL MES DE ENERO - MARZO



	FECHA	PROYECTO	BOLETÍN *		
SENADO	Votados	14-01-20	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que moderniza la legislación tributaria.	12043-05	
		21-01-20	Proyecto de ley, en tercer trámite constitucional, que modifica el Código Sanitario para regular los medicamentos bioequivalentes genéricos y evitar la integración vertical de laboratorios y farmacias.	9914-11	
		21-01-20	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que perfecciona los textos legales que indica, para promover la inversión. Indicación formulada por el Ejecutivo en la Sala	11747-03	
		03-03-20	Aprobación del informe de la Comisión Mixta constituida respecto del proyecto de ley que limita la responsabilidad de los usuarios de tarjetas de crédito por operaciones realizadas con tarjetas extraviadas, hurtadas o robadas, en lo relativo a la responsabilidad del usuario y del emisor en casos de uso fraudulento de estos medios de pago.	11078-03	
	Informados Comisión de Hacienda	28-01-2020	La Comisión consideró el proyecto que crea un subsidio para alcanzar un ingreso mínimo garantizado	13041-13	
		28-01-2020	La Comisión consideró el proyecto que establece la Ley Nacional del Cáncer.	12292-11	
		29-01-2020	La comisión continuó el estudio del proyecto de ley que crea un subsidio para alcanzar un ingreso mínimo garantizado.		
	Vistos Comisión Hacienda	03-03-2020	La comisión consideró el proyecto que Aprueba la Convención Multilateral para Aplicar las Medidas Relacionadas con los Tratados Fiscales para Prevenir la Erosión de las Bases Imponibles y el Traslado de Beneficios, hecha en París, Francia, el 24 de noviembre de 2016.	12547-10	
	C. DIPUTADOS	Votados	29-01-2020	Se aprueba artículo en primer trámite. Materia: Mejora pensiones del sistema de pensiones solidarias y del sistema de pensiones de capitalización individual, crea nuevos beneficios de pensión para la clase media y las mujeres, crea un subsidio y seguro de dependencia, e introduce modificaciones en los cuerpos legales que indica	12212-13
		Informados Comisión de Hacienda	23-01-2020	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Modifica la ley N°20.285, Sobre Acceso a la Información Pública".	12100-07
24-01-2020			Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, "Sobre modernización de la franquicia tributaria y modificación de fondos públicos que indica".	12487-05	
Vistos Comisión Hacienda		04-03-2020	Se celebra sesión que tiene por objeto tratar los siguientes asuntos:1) Proyecto de ley, sobre eficiencia energética (Boletines N°11.489-08 (S) y N°12.058-08(S) (refundidos), segundo trámite constitucional; con urgencia calificada de "Suma". 2) Proyecto de ley, iniciado en mensaje, que "Perfecciona la ley N°19.657 sobre concesiones de energía geotérmica para el desarrollo de proyectos de aprovechamiento somero de energía geotérmica".	12546-08	

* 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

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.

