

# CEF ANÁLISIS

N° 33

INFORME CEF MACROFINANCIERO / ABRIL 2020



## ECONOMÍA INTERNACIONAL

EL ROL DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA EN LA CRISIS DEL COVID-19



## ACTIVIDAD ECONÓMICA

IPoM PRESENTA ESCENARIO NEGATIVO EN EL CORTO PLAZO, PERO PRONOSTICA RECUPERACIÓN PARA 2021



## BANCA

LA POLÍTICA MONETARIA EN TIEMPOS DE CRISIS



## PENSIONES

¿ES CONVENIENTE CAMBIARSE DE FONDO DE PENSIÓN SEGÚN COMO SE COMPORTE EL MERCADO?



## TEMA DE ANÁLISIS

“REMOVING DE FINE PRINT: STANDARIZATION, DISCLOSURE AND CONSUMER LOAN OUTCOMES”



## NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

MARZO / ABRIL



**DESCARGA  
EL INFORME**



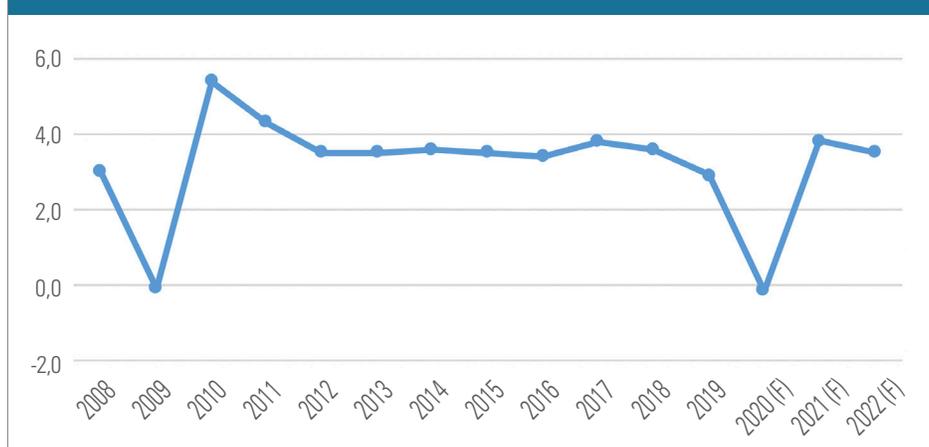
**VER INFORMES  
ANTERIORES**



# EL ROL DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA EN LA CRISIS DEL COVID-19

La pandemia del Covid-19 ha significado costos inconmensurables. Para luchar contra la rápida propagación del virus, se han tomado en gran parte del mundo medidas de contención tales como cierres de fronteras, restricciones a los desplazamientos de personas y cuarentenas. Estas medidas constituyen sin duda la fórmula idónea para lograr el objetivo principal: evitar un aumento en el número de muertos, así como también el colapso de los sistemas de salud pública. Sin embargo, tienen al mismo tiempo efectos económicos profundamente negativos. Muchos economistas sostienen que la magnitud del impacto sobre la economía global será superior a la de la crisis Subprime (2008), ya que en esta ocasión ha habido shocks tanto en la oferta como en la demanda agregada, y esta vez abarca además a la humanidad entera, no sólo al mundo desarrollado.

GRÁFICO N°1: **CRECIMIENTO MUNDIAL ANUAL (%)**



Fuente: Informe Política Monetaria (IPoM) marzo 2020, Banco Central de Chile.

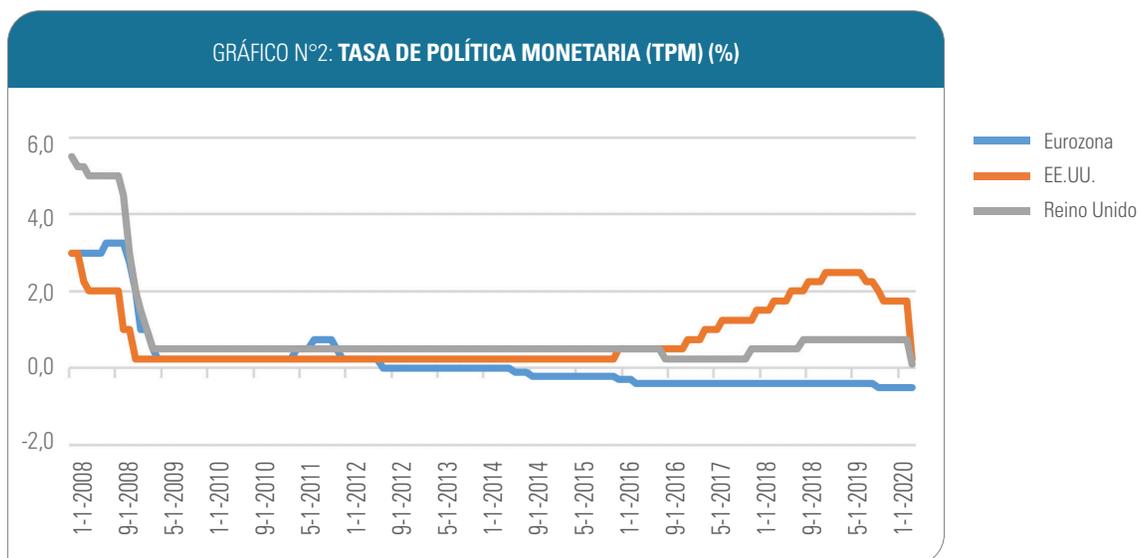
Un shock de oferta, en el sentido que la capacidad productiva de la economía se ve directamente afectada: la actividad empresarial se encuentra paralizada y las cadenas de suministro interrumpidas. Un shock de demanda, ya que las medidas de contención, la creciente incertidumbre, el temor al contagio y el desplome de la confianza producto de una inminente recesión mundial reducirán significativamente el gasto de hogares y empresas. Esta situación se agudizará en la medida que estas últimas no puedan pagar el salario de sus empleados, lo cual no hará más que seguir contribuyendo a la caída de la demanda; de hecho, es altamente probable que un número no menor de empresas quiebre. En un escenario como el descrito, la probabilidad de no pago de créditos bancarios aumenta considerablemente. Dada la mayor percepción de riesgo por parte de los acreedores, las condiciones financieras podrían volverse más rígidas si es que el sistema financiero no cuenta con la liquidez suficiente, lo que podría terminar en una crisis financiera. En resumen, la emergencia sanitaria tendrá consecuencias económicas importantes, de manera que, sin olvidar que la prioridad es proteger la salud de la comunidad, es fundamental multiplicar los esfuerzos para paliar estas secuelas.



# EL ROL DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA EN LA CRISIS DEL COVID-19

¿Qué hacer a nivel de países para mitigar el impacto económico de la pandemia? Los expertos coinciden en que las autoridades deben implementar medidas que eviten un deterioro permanente de la economía, que apunten a que este efecto sea transitorio. Para ello se requieren políticas focalizadas, principalmente en los ámbitos fiscal y monetario. Se necesita un apoyo fiscal adicional, primero, para intensificar el gasto en salud. Segundo, para otorgar alivio en materia de liquidez a aquellas empresas y trabajadores que verán interrumpidos sus ingresos producto del brote del coronavirus. Medidas como transferencias en efectivo, subsidios salariales y prórrogas (o suspensiones) tributarias, pueden contribuir a que los hogares sean capaces de solventar sus necesidades, y a que las empresas solucionen – al menos en parte – sus problemas de flujo de caja para así mantener sus operaciones. Y, tercero, para apoyar a aquellos sectores que se han visto más afectados (transporte, turismo, comercio, entre otros), en especial a las empresas de menor tamaño.

En el plano monetario, los bancos centrales deben asegurar la liquidez del sistema financiero para contener el riesgo que implican condiciones de financiamiento más estrictas, así como también sostener la demanda y apuntalar la confianza a través de flexibilizaciones cuantitativas. En este sentido, las autoridades monetarias han respondido agresivamente. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza, el Banco de Canadá y el Banco Central de Japón han implementado medidas para preservar la liquidez de los mercados. Por otra parte, la Fed estableció un plan de compra ilimitada de activos, tanto de bonos del Tesoro como de títulos respaldados por hipotecas, extendió su programa de operaciones repo y redujo los tipos de interés a un rango de entre 0 y 0,25% —su menor nivel desde el 2008. Varias de estas medidas de política monetaria – convencionales y no convencionales – han sido desplegadas por bancos centrales del resto del mundo.



Fuente: Informe Política Monetaria (IPoM), Banco Central de Chile.



# EL ROL DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA EN LA CRISIS DEL COVID-19

En un artículo reciente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) menciona una tercera prioridad para impulsar la economía mundial: la respuesta regulatoria. Es crucial que los supervisores del sistema financiero trabajen de manera coordinada con las autoridades para resguardar la solvencia y liquidez del sistema bancario. La recomendación es que los bancos “apliquen de manera flexible las regulaciones vigentes”. Efectivamente, las entidades regulatorias del sistema financiero pueden colaborar con la estabilidad financiera, principalmente facilitando el flujo de crédito a empresas y hogares. Por ejemplo, permitiendo el uso de reservas de liquidez para préstamos y la flexibilización de los plazos de los créditos para los deudores que están bajo mayor presión.

Un aspecto que destaca el FMI es que, dada la magnitud del shock económico y humano que ha provocado la expansión del coronavirus a nivel mundial, las políticas macroeconómicas serán más eficaces si se realizan de manera cooperativa entre países. Es decir, tener una respuesta internacional coordinada va a ser vital. Es preocupante que en esta oportunidad esa coordinación ha sido menor que lo que se vio en 2008, la gravedad del problema debería contribuir a avanzar en esa dirección.



# IPOM PRESENTA ESCENARIO NEGATIVO EN EL CORTO PLAZO, PERO PRONOSTICA RECUPERACIÓN PARA 2021



El Informe de Política Monetaria del mes de marzo presentó un escenario fuertemente recesivo para el año en curso, aunque en línea con las expectativas del mercado, las cuales, como consecuencia de la crisis del coronavirus, han tenido un rápido ajuste a la baja (a inicios de marzo, antes de que se iniciaran las restricciones a la actividad económica, la Encuesta de Expectativas del Banco Central estimaba para el año en curso un aumento del PIB de 1,2%). El escenario ha ido cambiando a una velocidad vertiginosa, que hace que cualquier estimación para el año en curso tenga un componente altamente especulativo, ya que el resultado final dependerá de la evolución del número de contagios, variable clave para determinar las restricciones de movimiento.

Dado que la mayoría de las cifras se conocen con rezago, hay aún pocos indicadores que muestren la gravedad de la situación. Para acercarse a ese objetivo, el Banco Central realizó una encuesta entre quienes participan habitualmente en el Informe de Percepción de Negocios, que obtuvo 320 respuestas. El 95% de los encuestados se mostró muy preocupado por los efectos de la crisis del coronavirus y el 5% restante algo preocupado. Por otra parte, y más complejo aún, es que el 76% mencionó que la dotación de la empresa iba a disminuir (Gráfico N°3).



Fuente: Informe Política Monetaria (IPoM) marzo 2020, Banco Central de Chile.

El IPoM estimó una caída del PIB para este año dentro de un rango de -2,5% a -1,5%, con una contracción de la demanda interna de 5,8%, y de la inversión de 8,2% (ver Cuadro N°1). Este es un escenario bastante más pesimista que el que se previó a inicios de 2009, en plena Crisis Subprime<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> En el IPoM de enero de 2009 el Banco Central estimó para ese año un crecimiento del PIB entre 2% y 3%, junto con un aumento de la demanda interna de 0,7%. En mayo de ese año redujo el rango para el PIB a -0,75% a 0,25%. Recordemos que el resultado final fue una caída de 1,6%.

# IPoM PRESENTA ESCENARIO NEGATIVO EN EL CORTO PLAZO, PERO PRONOSTICA RECUPERACIÓN PARA 2021

CUADRO N°1: PRINCIPALES ESTIMACIONES IPoM MARZO 2020 E IPoM DICIEMBRE 2019 (CIFRAS EN %).

	2018	2019(f)		2020(f)		2021(f)		2022(f)
		IPoM dic.19	IPoM mar.20	IPoM dic.19	IPoM mar.20	IPoM dic.19	IPoM mar.20	IPoM mar.20
<b>PIB</b>	3,9	1,0	1,1	0,5-1,5	-2,5/-1,25	2,5-3,5	3,75-4,75	3,0-4,0
<b>Demanda interna</b>	4,7	0,3	1,0	-1,6	-5,8	4,1	5,3	4,2
<b>Demanda interna (sin var. de existencias)</b>	4,1	1,4	1,5	0,0	-3,3	3,1	4,8	3,8
- <b>Formación bruta de capital fijo</b>	4,8	2,5	4,2	-4	-8,2	3,2	5,1	4,3
- <b>Consumo total</b>	3,8	1,1	0,8	1,1	-1,9	3,1	4,7	3,7
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	5,0	-1,1	-2,3	2,2	-1,4	2,2	4,3	2,7
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	7,9	-3,8	-2,3	-7,3	-14,7	5,5	8,4	5,4
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	-3,6	-2,9	-3,9	-0,2	0,3	-0,8	-0,6	-1,0
<b>Ahorro nacional bruto (% PIB)</b>	18,7	19,6	18,8	19,9	19,4	20,1	19,1	19,2
<b>Formación bruta de capital fijo nominal (% PIB)</b>	21,3	22	22,4	21,1	21,2	21,0	21,5	21,6

Fuente: Presentación Presidente del BCCH en ICARE.

En todo caso, las estimaciones para 2021 mejoraron respecto a lo que el Banco Central había estimado en diciembre, junto con un resultado también favorable para 2022. Esta mejoría es consistente con la idea de que enfrentamos un shock transitorio, que además no destruye capacidad productiva, sólo la suspende, y, por lo tanto, una vez superado, la economía puede retomar un ritmo de crecimiento superior al de tendencia por un período, ya que existe capacidad ociosa ¿Es razonable esa mirada relativamente optimista de la situación? Ciertamente, bajo algunos supuestos lo es, y por supuesto que, a nivel de los responsables de la política económica, lo debe ser. Los requisitos para esa salida relativamente rápida son los siguientes:

- El mundo logra controlar la pandemia, aunque sea al nivel necesario para recuperar en algún grado un funcionamiento más normal de la actividad económica, probablemente con mayores niveles de desempleo y no a los ritmos de producción previos.
- En Chile se logra un manejo sanitario razonable, que evita tener que llegar a niveles de paralización como los que han sido necesarios en países que han tenido un manejo deficiente de la crisis sanitaria. La información hasta ahora indica que el manejo sanitario ha sido razonablemente bueno.



# IPOM PRESENTA ESCENARIO NEGATIVO EN EL CORTO PLAZO, PERO PRONOSTICA RECUPERACIÓN PARA 2021

- Las políticas monetaria y fiscal logran atenuar el impacto de la crisis. Es importante tener claro, en todo caso, que sólo es posible atenuar los efectos. Es inevitable que el desempleo suba y que la actividad caiga a un ritmo muy profundo en el primer semestre, junto con una disminución pronunciada de los ingresos de muchas familias. El objetivo de la política es, primero, evitar situaciones familiares dramáticas y, segundo, la quiebra generalizada de empresas que son completamente viables en una situación normal, pero dejan de serlo por no poder cumplir compromisos de corto plazo.
- Una última condición, que fue mencionada en forma explícita por el presidente del Banco Central es que se logre “el encauzamiento institucional de la crisis social” de tal manera de que se “reduzca la incertidumbre y se eviten nuevos episodios de violencia”. Este es un aspecto central, ya que en caso contrario no es posible que se recupere la inversión, y con esto el empleo y el consumo.

Respecto de las tres primeras condiciones, al menos tranquiliza el hecho de que los encargados de política de todos los países del mundo están haciendo esfuerzos en esa dirección, aunque en forma menos coordinada de lo que sería deseable y en un clima político también más beligerante de lo deseable. El rol del gobierno americano ha sido esta vez menos favorable que en oportunidades anteriores.

En relación con la última condición, es de esperar que el mundo político nacional logre dejar atrás el clima de confrontación de los últimos años, que terminó en una crisis político- institucional de la que aún no vemos la salida. La dura realidad económica que enfrentaremos como país cuando salgamos de la situación actual hace albergar la esperanza de que, frente a los desafíos realmente urgentes, se recupere la amistad cívica y se logren avances institucionales por la vía de los acuerdos más de que la confrontación y las amenazas de violencia. Si eso es así, el coronavirus podría dejar una herencia positiva, que se sumará al rápido avance tecnológico que ya está sucediendo. Hasta la fecha, se han visto avances en esta dirección, pero que parecen insuficientes para efectivamente transformar esta compleja crisis en una oportunidad.

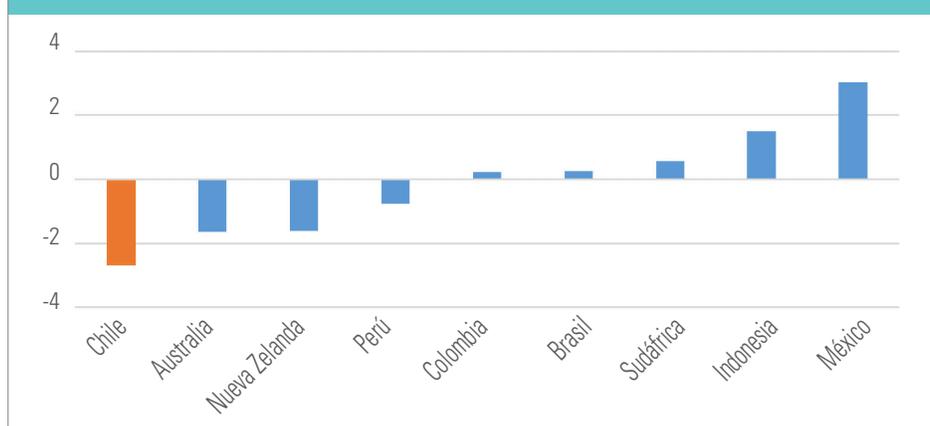


Estamos enfrentando actualmente un shock real, de carácter transitorio, aunque de duración indefinida hasta ahora. Sin embargo, sus efectos dejan de ser transitorios cuando las restricciones de liquidez de corto plazo se transforman en problemas de solvencia. Por esa razón, luego de la Crisis Subprime se construyó un consenso bastante generalizado de que, dentro de las funciones de un banco central, la estabilidad de precios es igualmente importante que la “promoción de la estabilidad y eficacia del sistema financiero, velando por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (tal cual lo establecen los objetivos de la política monetaria del Banco Central de Chile).

Es así como, más allá de reducir significativamente las tasas de interés de política, los bancos centrales del mundo desarrollado han vuelto a entrar en forma agresiva a proveer liquidez al sistema a través de la compra de instrumentos financieros, política que se conoce con el nombre de flexibilización (o expansión) cuantitativa. Nuestro país ha seguido un camino equivalente, tanto en materia de tasa de instancia monetaria como en la política de proveer liquidez al sistema financiero.

Desde que se inició en Chile la crisis del coronavirus, el Banco Central ha implementado ya dos ajustes de la tasa de política monetaria, de 0,75 y 0,5 puntos porcentuales cada uno, con lo que ésta se ha reducido de 1,75% a 0,5% en menos de un mes. Se trata de una política más agresiva que la que se siguió al iniciarse en Chile la Crisis Subprime, en enero de 2009, en que la tasa de bajó de 8,25% a 7,25%. De hecho, se puede ver en el gráfico N°4 que en comparación con otros países exportadores de materias primas, Chile es el que tiene actualmente la tasa de política monetaria real más baja.

GRÁFICO N°4: TPM REAL, COMPARACIÓN INTERNACIONAL (%).

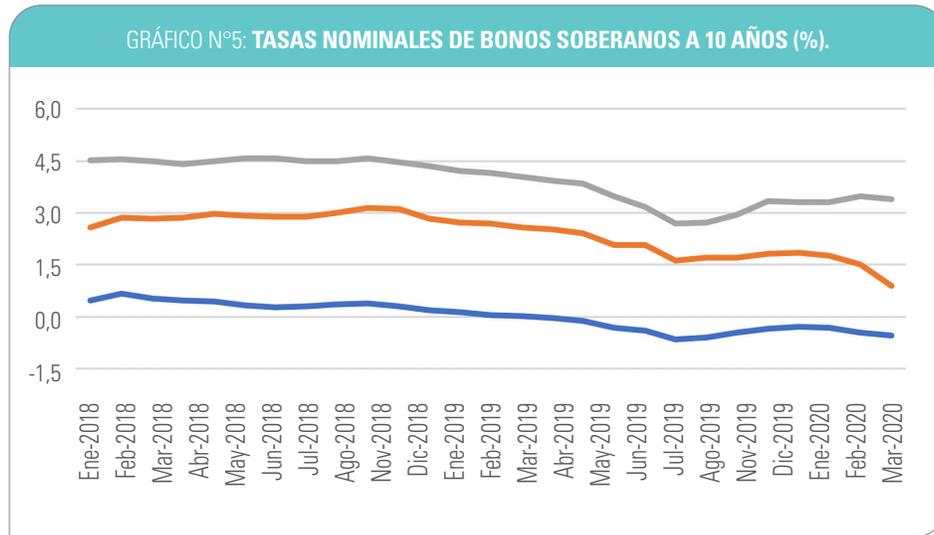


Fuente: IPoM marzo 2020, Banco Central.



Por otra parte, en materia de liquidez se han determinado montos muy elevados de líneas de crédito al sistema financiero, también en forma más agresiva de lo que se hizo durante la crisis del 2008 – 2009. Es importante señalar que la política monetaria tiene actualmente un espacio significativo para proveer liquidez, lo que se debe principalmente a la credibilidad que tiene el Banco Central en su manejo inflacionario. En efecto, no obstante la compleja situación que enfrenta nuestro país desde octubre pasado, que ha llevado a una depreciación del peso en torno a un 20%, las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen ancladas en la meta de 3%, a pesar del alza que han tenido las estimaciones de inflación para este año. La encuesta de expectativas del Banco Central de inicios de marzo situó la inflación esperada para diciembre en 3,5%, aunque en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) el instituto emisor la estimó en 3%, bastante por debajo de la estimación que realizó en el IPoM de diciembre, de 3,6%, lo que se explica por el fuerte ajuste que registraría la demanda interna.

Algunos han planteado que el Banco Central podría seguir la política de países desarrollados, ampliando el espacio de intervención a la compra de instrumentos del gobierno. Esto, además de requerir una reforma constitucional, debería ser analizado con cuidado, ya que Chile es un mercado emergente, por lo que no cuenta con espacios de política fiscal y monetaria equivalentes al de países desarrollados, lo que se demuestra con el comportamiento de las tasas de bonos soberanos a largo plazo. Mientras éstas han caído en las mayores economías del mundo, ha ocurrido lo contrario con los papeles largos de los países emergentes, y en esta situación los papeles de Chile se han comportado en forma similar a otros de América Latina, con un aumento de spreads superior al que han mostrado países asiáticos. Tanto Estados Unidos como Alemania han anunciado paquetes fiscales muy significativos, de mayor magnitud en términos del PIB del que se está implementando en Chile. Sin embargo, las tasas de los bonos federales de largo plazo en esos dos países han caído, mientras en Chile se han mantenido, luego de un alza a partir de octubre del año pasado. Es interesante constatar que en esta oportunidad el diferencial de tasas entre bonos soberanos chilenos y americanos ha subido con mayor rapidez de lo que se observó en la Crisis Subprime. Esto es una demostración que nuestro país no tiene un espacio equivalente de expansión del gasto y/o reducción de impuestos como el de países desarrollados, a pesar de que estos también presenten déficits fiscales, sin embargo, pueden endeudarse a un costo muy bajo en el caso de Estados Unidos y a una tasa negativa en Alemania. Debe tenerse en cuenta que la estimación oficial del déficit fiscal ya supera un 7% del PIB, el nivel más alto registrado desde la crisis de la Unidad Popular, mientras algunos analistas privados sitúan esta estimación en un 10%.



Elaboración propia en base a datos de la OCDE.



# ¿ES CONVENIENTE CAMBIARSE DE FONDO DE PENSIÓN SEGÚN COMO SE COMPORTE EL MERCADO?

La pandemia del coronavirus ha significado un durísimo golpe para la economía global. El elevado nivel de incertidumbre, sumado a la amenaza de una nueva recesión mundial, han provocado el desplome de las bolsas más relevantes del planeta.

Las grandes caídas bursátiles a nivel internacional tienen un efecto negativo sobre las inversiones en renta variable, lo que explica las pérdidas que han registrado los fondos de pensiones en las últimas semanas, en especial aquellos que están más asociados al rendimiento de instrumentos accionarios. Los más afectados por la alta volatilidad financiera global fueron el Fondo A y el Fondo B, cerrando marzo con una caída promedio de 16,49% y 13,53% real respecto a febrero, respectivamente. Estas cifras son bastante negativas, puesto que representan el peor desempeño de los multifondos de mayor riesgo (A y B) desde 2008 – en plena crisis Subprime. Por su parte, el Fondo C – considerado de riesgo moderado – terminó el tercer mes del año con una baja de 10,2%. En tanto, el Fondo D perdió 7,33% real. Para el Fondo E (más conservador), el retroceso fue algo más acotado, tuvo una pérdida de 2,54% real en el mes.

CUADRO N°2: RENTABILIDAD REAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES <sup>2</sup>.

	Marzo de 2020	Acumulado 1° trimestre 2020
Fondo A	-16,49%	-17,02%
Fondo B	-13,53%	-14,22%
Fondo C	-10,2%	-11,64%
Fondo D	-7,22%	-9,64%
Fondo E	-2,54%	-4,81%

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Superintendencia de Pensiones.

Teniendo en cuenta que las pérdidas registradas por los fondos de pensiones inciden directamente en el monto de pensión que el cotizante puede obtener una vez que se jubila, no sorprende el nivel de preocupación que han mostrado los afiliados en estos días. Ante este escenario, es probable que muchos de ellos estén evaluando si cambiarse o no de fondo, por ejemplo, a uno menos riesgoso.

¿Es realmente conveniente cambiarse de fondo según cómo se comporta el mercado? Para responder a esta pregunta es fundamental recordar cuál es el objetivo de acumular ahorros previsionales: financiar la pensión al momento del retiro laboral. Este es claramente un objetivo de largo plazo, de modo que las decisiones de inversión respecto a estos ahorros deben tomarse

<sup>2</sup> Para la Superintendencia de Pensiones (SP), se entiende por rentabilidad real de un Fondo de Pensiones en un mes, "al porcentaje de variación del valor cuota al último día de ese mes, respecto al valor de la cuota al último día del mes anterior, resultado que se deflacta por la variación de la UF en ese período".



# ¿ES CONVENIENTE CAMBIARSE DE FONDO DE PENSIÓN SEGÚN COMO SE COMPORTE EL MERCADO?

considerando los retornos históricos de los fondos, y no en base a una variable de rentabilidad de corto plazo. La razón detrás de lo anterior es que el inversor cuenta con el tiempo suficiente para esperar que el mercado se recupere, lo cual es altamente probable si la pérdida de rentabilidad fue producto de un shock económico transitorio – como es el caso de la pandemia del coronavirus. La Tabla N°1 muestra los retornos acumulados por los multifondos desde que comenzaron a operar en 2002, así como también la rentabilidad real anual promedio de cada uno de ellos. Incluso considerando la caída de los últimos meses, el fondo A mantiene un retorno real anual promedio de 5,33%.

CUADRO N°3: RENTABILIDAD REAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES. (SEPT. 2002 – MAR. 2020).		
	Rentabilidad real acumulada	Rentabilidad real anual promedio
Fondo A	127,9%	5,3%
Fondo B	110,4%	4,6%
Fondo C	107,0%	4,5%
Fondo D	97,4%	4,1%
Fondo E	87,8%	3,7%

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Superintendencia de Pensiones.

Lo anterior sugiere que, si el afiliado no está pronto a jubilarse, no se recomienda hacer el traspaso de los ahorros previsionales a un fondo menos riesgoso. De lo contrario, “harán la pérdida” (como se dice comúnmente en el mercado financiero). En cuanto a quienes están pronto a jubilarse, se encuentran menos expuestos a la alta volatilidad bursátil debido a que tienen sus ahorros en fondos más conservadores.

Es importante mencionar que, si bien esta vez los llamados a cambiarse de fondo surgieron a raíz de la crisis ocasionada por el Covid-19, no es la primera vez que sucede. Después del 18-O, momento en que se desató el estallido social en Chile, las tasas de interés de los instrumentos de renta fija local se dispararon y el peso chileno se depreció fuertemente, lo que generó pérdidas en los fondos más conservadores (D y E). En ese momento hubo una fuga importante de cotizantes desde el Fondo E. ¿Es esto óptimo? La respuesta es no. Nuevamente, la sugerencia es mantenerse en el fondo acorde a la edad del afiliado. Mientras que, para quienes vayan a jubilar en el corto plazo, ante un escenario como el descrito se aconseja optar por la modalidad de pensión de retiro programado.

En definitiva, dejarse llevar por opiniones no expertas puede llevar a tomar decisiones apresuradas que terminarán por mermar la rentabilidad de los ahorros destinados a financiar su pensión. Los elementos que deben determinar el fondo del afiliado son, básicamente, el horizonte de inversión y perfil de riesgo que éste tiene considerando su edad. En el contexto actual, mantenerse en el fondo que corresponde según estos criterios va a permitir que los cotizantes recuperen lo perdido como consecuencia de esta crisis transitoria.



# “REMOVING DE FINE PRINT: STANDARIZATION, DISCLOSURE AND CONSUMER LOAN OUTCOMES”<sup>3</sup>

Carmen Cifuentes Véliz

CEF ANÁLISIS N°33 | ABRIL 2020

PÁG. 13



La evidencia indica que, producto de las asimetrías de información que existen entre prestadores y prestatarios, los consumidores toman a menudo decisiones financieras subóptimas en lo que respecta a productos financieros complejos. Lo cierto es que la llamada “letra chica” de los contratos financieros contiene generalmente una serie de datos que pueden resultar engorrosos. Los consumidores tienen entonces dos opciones: estudiarla detalladamente, asumiendo el costo cognitivo que esto implica, o bien ignorarla, haciéndose cargo de la posibilidad que surjan alguno que otro costo sorpresivo en el futuro.

Con el objetivo de resolver las fallas de mercado que derivan de la información asimétrica, los gobiernos han implementado diversas medidas de protección a los clientes de servicios financieros. Dos tipos de regulaciones han sido especialmente utilizadas para lidiar con las deficiencias que resultan de la “letra chica”. Una es el incremento de los requerimientos de información divulgada en dichos contratos. Otra es la estandarización explícita de los productos (o contratos) financieros (“estandarización”). En relación con el primer tipo de medidas (“divulgación”), la mayoría de los estudios empíricos han encontrado evidencia mixta acerca sus efectos sobre los resultados financieros de los consumidores. En cuanto al impacto de estandarizar las características de los contratos financieros, hay poca documentación.

En **Kulkarni, S. et al.**, documento de trabajo del cual aquí presentamos un resumen, se busca precisamente aportar con evidencia al respecto. Más aún, analiza la posibilidad de que el impacto de estas estrategias sea heterogéneo entre prestatarios que poseen distintos niveles de sofisticación financiera. En particular, usando una muestra de aproximadamente 1,5 millones de créditos de consumo en Chile, los autores estudian el impacto de dos cambios regulatorios – que tuvieron como finalidad reducir los costos de la “letra chica” a través de la divulgación y la estandarización – sobre las decisiones financieras de los consumidores.

Con el objetivo de entregar un marco teórico que contextualice la posible heterogeneidad entre distintos consumidores con diferentes niveles de sofisticación financiera, los autores construyen un modelo. Éste predice que prestatarios menos sofisticados financieramente son menos propensos a ser morosos cuando se introducen productos financieros estandarizados que cuando se facilita la divulgación de información para todos los productos, debido a que les es más costoso estudiar. En contraste, los prestatarios financieramente sofisticados responden más a mejoras en la calidad de información revelada que a la estandarización de créditos, ya que, como no les es costoso estudiar nueva información, este tipo de medidas les permite tomar decisiones bien fundadas.

Los autores investigan primero el efecto conjunto de la estandarización y la divulgación. Para estimar este impacto aprovechan un experimento natural, un cambio regulatorio implementado

---

<sup>3</sup> Este artículo resume los principales resultados del working paper escrito por Kulkarni, S. y coautores (Kulkarni, S. et al., 2018), quienes examinan el impacto de reducir la llamada “letra chica” sobre las decisiones de los consumidores.



# “REMOVING DE FINE PRINT: STANDARIZATION, DISCLOSURE AND CONSUMER LOAN OUTCOMES”<sup>3</sup>

Carmen Cifuentes Véliz

CEF ANÁLISIS N°33 | ABRIL 2020

PÁG. 14



en Chile en octubre de 2011 a través de la promulgación de la Ley 20.448. El objetivo de esta ley fue estandarizar las características de los créditos y mejorar la información divulgada para un subconjunto del mercado. En la práctica, esto se hizo mediante la creación de un nuevo producto, el Crédito Universal. Si bien la ley no obliga al consumidor a escoger un Crédito Universal, este debe ser ofrecido por la entidad crediticia a todo consumidor que solicite un préstamo por debajo de determinado monto y madurez (1.000 UF y tres años para los créditos de consumo). La ventaja de estos créditos es que sus elementos se encuentran estandarizados, lo que facilita su comparación con otros productos (Universales) que ofrecen las distintas instituciones financieras. Este tipo de créditos mejoraron también la calidad de la información divulgada en los contratos, puesto son créditos que deben ser presentados con su respectiva Carga Anual Equivalente (CAE), que revela el costo total del crédito en un periodo anual, además de incluir el monto de la cuota mensual, el costo total del crédito (sumatoria de todas las cuotas) y el desglose de la tasa de interés.

Los resultados obtenidos una vez empleado el modelo empírico pertinente muestran que, estandarización y divulgación, disminuyen la probabilidad de que un deudor sea moroso – esto es, que tenga al menos un pago incumplido – en 14 puntos porcentuales (pp.). Esta cifra significa que, para el deudor promedio, ambas medidas reducen la probabilidad de morosidad en un 41%. Asimismo, reducen la probabilidad de no pago del crédito en un 94%.

En segundo lugar, este documento de trabajo estudia los efectos de la estandarización y divulgación por separado. Para esto, Kulkarni, S. y coautores aprovechan una ley, introducida un año después de la Ley 20.448, que mejoró la presentación de la información para todos los créditos. La Ley 20.555 fue promulgada en julio de 2012, fecha a partir de la cual todos los créditos debían satisfacer determinados requerimientos en cuanto a la información que debían presentarse al momento de su ofrecimiento. Desde entonces que la única diferencia entre un prestamista bajo/sobre el punto de corte (crédito de 1.000 UF, madurez de 3 años) es que se le ofrece un Crédito Universal cuyos principales elementos se presentan de forma estandarizada. En términos de la información que revela el contrato del crédito no hay diferencias. Lo anterior permite aislar el efecto de la estandarización. Empleando el mismo modelo empírico, los autores comparan por tanto resultados financieros de consumidores asociados a aquellos créditos que se emitieron en torno a la fecha en que la segunda ley (20.555) fue implementada. Los resultados muestran que no hubo una disminución significativa de la morosidad, ni tampoco del incumplimiento de pago. ¿Por qué los efectos de la estandarización por sí sola son insignificantes? Es altamente probable que los prestamistas cuyos créditos de consumo se ubican en torno de las 1.000 UF ( $\approx 34.000$  USD) sean más sofisticados financieramente. Luego, este resultado es consistente con el argumento teórico desarrollado en el artículo que enfatiza cómo los prestamistas sofisticados en términos financieros se benefician más de medidas que les permitan tomar decisiones informadas.



# “REMOVING DE FINE PRINT: STANDARIZATION, DISCLOSURE AND CONSUMER LOAN OUTCOMES”<sup>3</sup>

Carmen Cifuentes Véliz

CEF ANÁLISIS N°33 | ABRIL 2020

PÁG. 15



Por último, el *working paper* estudia los efectos heterogéneos de la sofisticación financiera en los resultados de créditos de consumo. Una medida que ha sido tradicionalmente utilizada en la literatura como proxy del conocimiento financiero de un individuo es el nivel educacional. En vista de que el nivel educativo del prestamista no es una variable conocida, los autores usan el promedio de años de escolaridad de la comuna en que residen. La Tabla N°1 muestra las categorías educacionales en las que se agruparon las comunas.

TABLA N°1: NÚMERO DE OBSERVACIONES POR CATEGORÍA EDUCACIONAL

Sofisticación	N° de observaciones	Tasa de morosidad
≥ 12 años de escolaridad	43.495	18,8%
> 11,5 a <12 años de escolaridad	338.876	26,6%
≤ 12 años de escolaridad	356.946	25,3%
Total	739.317	

Fuente: Kulkarni, S., Truffa, S., & Iberti, G. (2018). *Removing the Fine Print: Standardization, Disclosure, and Consumer Loan Outcomes. Discussion paper, Working Paper.*

La comparación entre grupos de prestamistas con distintos niveles de escolaridad permite evaluar cómo los prestatarios de comunas con diferentes grados de sofisticación financiera se ven afectados por las regulaciones en cuestión. Los resultados muestran que la estandarización y la divulgación reducen la morosidad de prestamistas no sofisticados (residentes de comunas cuyo nivel educativo promedio es bajo) en 10 pp. y 5pp., respectivamente. En contraste, la estandarización no disminuye significativamente la probabilidad de que los prestamistas sofisticados sean morosos, a diferencia de la divulgación, que reduce la morosidad de este grupo en 10 pp. Nuevamente, los resultados son coherentes con la heterogeneidad en los costos de estudiar la “letra chica” que postula el modelo teórico. Intuitivamente, si el costo de estudiar para un determinado prestamista es alto, es poco probable que analice detalladamente el contrato del crédito – incluso con mejoras en la divulgación de información. Este tipo de consumidor se beneficia entonces de regulaciones que desincentiven la omisión de información o cargos extras por parte de los prestatarios, es decir, que estandaricen los contratos de créditos. Por otro lado, la divulgación incrementa la probabilidad de que un prestatario con bajos costos de estudio encuentre rentable examinar en detalle las características del préstamo. Pero, estos consumidores (sofisticados) no necesariamente se benefician de la estandarización debido a que fomenta el no estudiar, pues saben que su ventaja no es igual de provechosa.



# “REMOVING DE FINE PRINT: STANDARIZATION, DISCLOSURE AND CONSUMER LOAN OUTCOMES”<sup>3</sup>

Carmen Cifuentes Véliz

CEF ANÁLISIS N°33 | ABRIL 2020

PÁG. 16



## Conclusiones

El *working paper* resumido en este artículo estudia el impacto de la divulgación versus estandarización sobre resultados de créditos de los consumidores. Los autores usan un subconjunto de datos bancarios sobre el universo de créditos de consumo que les permiten aprovechar dos experimentos naturales ocurridos en Chile. Los resultados indican que la divulgación reduce la morosidad y el incumplimiento de pago en 14.4 pp. y 1.6 pp., respectivamente. No se encuentran efectos significativos para la estandarización.

Para ahondar en el porqué de estos resultados, los autores desarrollan un modelo teórico en el cual los prestatarios poseen diferentes niveles de sofisticación financiera dependiendo de los costos de estudiar que estos enfrentan. La idea principal de este modelo es que prestamistas sofisticados se benefician principalmente de mejoras en la información publicada en los contratos de los créditos, puesto que esto les permite tomar decisiones bien fundamentadas. En tanto, prestamistas menos sofisticados se ven favorecidos por regulaciones de estandarización que remueven los elementos engorrosos de los contratos de créditos.

Para testear las predicciones de este modelo, estudian los efectos heterogéneos de la sofisticación financiera en los resultados de créditos de consumo. Kulkarni, S. y coautores encuentran que la divulgación reduce la morosidad de los prestatarios sofisticados en 10 pp. En contraste, la estandarización de los contratos financieros disminuye la probabilidad de que los prestatarios menos sofisticados sean morosos en la misma magnitud (10 pp.). Este resultado es consistente con el modelo teórico planteado.

En términos de políticas, los resultados obtenidos en este documento de trabajo son sumamente relevantes. Demuestran que, en la práctica, las regulaciones enfocadas a estandarizar los contratos financieros favorecen a los consumidores menos educados. Por lo tanto, deberían marcar las directrices a seguir en términos de política pública.



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



	FECHA	PROYECTO	BOLETÍN *		
SENADO	Votados	17-03-20	Aprobación del proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica la ley N° 19.983, que regula la transferencia y otorga mérito ejecutivo a copia de la factura, para limitar los acuerdos de plazo de pago excepcional en casos de empresas de menor tamaño emisoras de facturas.	13208-03	
		18-03-20	Aprobación en general del proyecto de ley que modifica el Código del Trabajo en materia de trabajo a distancia.	12008-13	
		23-03-20	Aprobación en particular del proyecto de ley que limita la rentabilidad de los prestadores de salud en los casos de epidemia, pandemia u otros brotes, y declara ineficaces las cláusulas de las pólizas de seguro de salud que nieguen cobertura en estos casos.	13295-11	
		26-03-20	Aprobación en general y en particular del proyecto de ley que faculta el acceso a prestaciones del seguro de desempleo de la ley N° 19.728, en circunstancias excepcionales.	13352-13	
	Informados Comisión de Hacienda	18-03-20	La comisión acordó poner sobre tabla la iniciativa que crea el Seguro de Salud Clase Media a través de una cobertura financiera especial en la modalidad de atención de libre elección de FONASA."	12662-11	
		23-03-20	La comisión consideró el proyecto que regula la protección y el tratamiento de los datos personales y crea la Agencia de Protección de Datos Personales.	11144-07	
		26-03-20	La comisión consideró el proyecto del Proyecto de ley que establece la obligación de la Comisión de Mercado Financiero de dar cuenta pública anual al Senado.	12651-05	
	Vistos Comisión Hacienda	01-04-20	La comisión escuchó la presentación del Presidente del Banco Central, señor Mario Marcel, con el objeto de conocer el Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile (IPOM).	-	
	C. DIPUTADOS	Votados	31-03-20	Se aprobó Proyecto Resolución, que solicita a S. E. el Presidente de la República la adopción de medidas para inyectar liquidez a la actividad de los pequeños y medianos agricultores, a fin de garantizar las condiciones que permitan que los procesos de siembra se realicen en las fechas correspondientes, asegurando el suministro local de alimentos básicos para la población, durante la emergencia sanitaria del COVID-19.	-
		Informados Comisión de Hacienda	25-03-20	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Establece un sistema de subvenciones para los niveles medios de la educación parvularia".	12436-04
27-03-20			Certificado de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "discusión inmediata", que "Faculta el acceso a prestaciones del seguro de desempleo de la ley N° 19.728, en circunstancias excepcionales"	-	
Vistos Comisión Hacienda		18-03-20	Se celebró sesión que tenía por objeto tratar el proyecto de ley, iniciado en mensaje, que "Extiende y moderniza la subvención escolar preferencial", con urgencia calificada de "Suma".	12979-04	
		23-02-20	Se celebró sesión que tenía por objeto tratar hasta su total despacho el proyecto de ley iniciado en mensaje "para apoyar a las familias y las micro, pequeñas y medianas empresas por el impacto de la enfermedad covid – 19 en Chile", con urgencia calificada de discusión inmediata.	-	

\* Más información ingresando el número de boletín a [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl); [www.congreso.cl](http://www.congreso.cl) o [www.camara.cl](http://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](mailto:mceciliacifuentes.ese@uandes.cl)

## INVESTIGADOR

Carmen Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile  
[ccifuentesv.ese@uandes.cl](mailto: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.

