

CEF ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO
N° 82



DESCARGA
EL INFORME



VER INFORMES
ANTERIORES

ECONOMÍA INTERNACIONAL

¿Qué significarían para la economía estadounidense los aranceles universales propuestos por el candidato Trump?



ECONOMÍA NACIONAL

¿Otra década perdida por delante?



MERCADO DE CAPITALES

¿Puede la reserva federal evitar la recesión y, de paso, impulsar los mercados bursátiles?



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Radiografía de la informalidad



TEMA DE ANÁLISIS

Evaluación del desarrollo financiero de Chile en comparación con economías avanzadas



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

AGOSTO / SEPTIEMBRE

BOOK REVIEW

"Piénsalo otra vez. El poder de saber lo que no sabes"
Adam Grant





25
AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

ECONOMÍA INTERNACIONAL

www



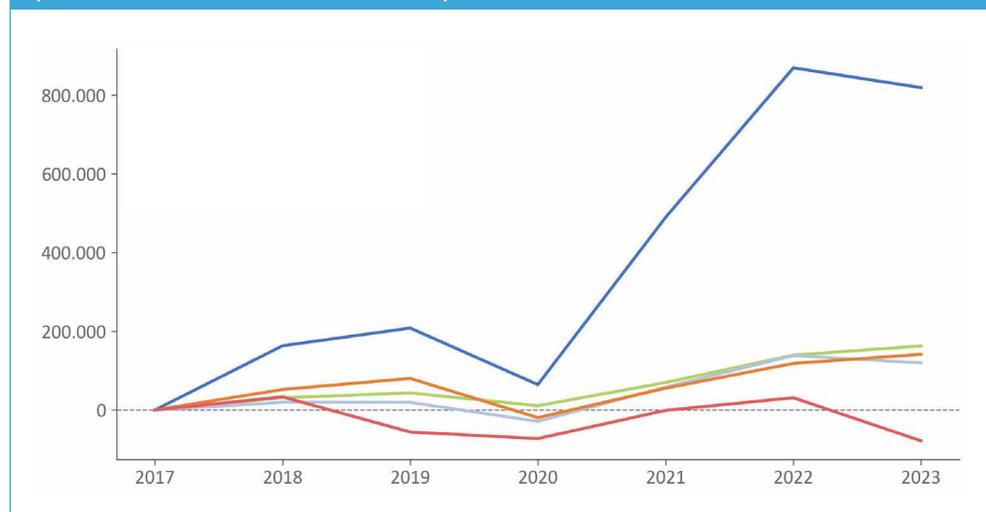


¿QUÉ SIGNIFICARÍAN PARA LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE LOS ARANCELES UNIVERSALES PROPUESTOS POR EL CANDIDATO TRUMP?

La reñida elección presidencial en Estados Unidos vuelve a poner sobre la mesa el debate sobre el proteccionismo, debido a las repetidas ocasiones en que el candidato republicano Donald Trump ha manifestado su intención de aumentar los aranceles si resulta electo. En particular, propone elevar el arancel a las importaciones provenientes de China a 60% y, además, imponer un arancel universal de 10% sobre todas las importaciones del resto del mundo.¹ Aunque menor que el porcentaje propuesto para las exportaciones chinas, un arancel universal tiene el potencial de generar un impacto mucho más devastador en la economía de Estados Unidos.

A diferencia de los aranceles aplicados a importaciones seleccionadas de China en 2018, durante la administración de Trump, que llevaron a desviar las importaciones provenientes de China a otros países no sujetos a aranceles para evitar el impuesto, este nuevo arancel universal no permitirá esa alternativa. Como muestra el Gráfico N°1, los bienes importados directamente desde China han disminuido en casi 80 mil millones de USD en comparación con los niveles de 2017, mientras que las importaciones procedentes del resto del mundo han aumentado en una magnitud mucho mayor, compensando con creces la caída de las importaciones chinas. Este incremento en las importaciones desde otros países se explica principalmente por el desvío de productos hacia México, Canadá y la Eurozona, que luego son enviados a Estados Unidos como si fueran originarios de esos países.

GRÁFICO N°1: CAMBIO EN LAS IMPORTACIONES DE BIENES EN ESTADOS UNIDOS RESPECTO A 2017 (MILLONES DE USD EN TÉRMINOS NOMINALES)



Fuente: Elaboración propia en base a US Census Bureau

— Mundo (excl. China)
— México
— Canadá
— Unión Europea
— China

¹ La candidata demócrata Kamala Harris también adopta una postura proteccionista, pero centrada principalmente en China.



De este modo, dado que los importadores estadounidenses no podrían reequilibrar sus importaciones para evitar el impuesto arancelario, surge la pregunta: ¿Cuál sería el efecto de un arancel generalizado sobre la inflación y el crecimiento? ¿Existen precedentes históricos?

Cuando se impone un arancel a todos los países, este se traduce en un aumento único de precios en todos los productos importados. Como tal, el impacto directo del arancel afecta la tasa de inflación durante un solo periodo. Sin embargo, el efecto sobre la inflación no es equivalente al aumento porcentual del arancel (10 puntos porcentuales)², ya que existe una considerable diferencia entre el precio de un bien sujeto a un arancel y el precio que finalmente paga el consumidor, por dos razones principales.

En primer lugar, como se muestra en el Gráfico N°2, aproximadamente el 45% de los bienes importados en Estados Unidos son bienes de consumo, mientras que el resto son insumos para la producción nacional (bienes de capital y suministros industriales). Un arancel del 10% sobre el acero utilizado en la fabricación de un automóvil no se traduce en un aumento del 10% en el precio del vehículo, ya que este también dependerá de cómo varíen los costos de otros insumos y de la proporción en que se utilicen. Incluso en el caso de los bienes de consumo, existe una considerable diferencia entre el precio de importación y el precio final que paga el consumidor. Entre la llegada de un bien al puerto, momento en el cual se aplica el impuesto, y su venta al consumidor, se suman varios costos que incrementan el precio: publicidad, transporte interno, almacenamiento, venta minorista y los márgenes de ganancia en cada etapa. De la misma manera, un arancel del 10% sobre un bien de consumo importado probablemente impacte en menor medida el precio final.

En segundo lugar, la capacidad para establecer precios también es un factor relevante. Cuando las importaciones son bienes intermedios, es posible que el arancel no se transfiera completamente al precio que pagan los consumidores finales, sino que sea absorbido mediante márgenes de ganancia más reducidos por parte de las empresas afectadas.

La forma más simple de calcular el impacto de este nuevo arancel universal en la inflación, utilizada por varios economistas, es multiplicar el aumento del arancel por la importancia relativa de las importaciones con respecto al PIB total. Aunque este método asume algunos supuestos fuertes, como que los aumentos de precios se trasladan completamente al consumidor final y que la demanda de bienes importados no cambia a raíz del aumento de precios, tiene en cuenta los distintos tipos de bienes importados, incluidos insumos, materiales básicos y bienes de consumo terminados.

Dado que las importaciones de bienes en Estados Unidos representaron aproximadamente un 11% del PIB en 2023 (ver Gráfico N°3), y suponiendo que todas esas importaciones experimentarían un aumento de 10 puntos porcentuales en su arancel, este agregaría un 1,1% adicional a la tasa de inflación en la economía de EE. UU. en los trimestres siguientes.

² En teoría, el exportador podría reducir los precios para absorber parte de la carga impositiva. Sin embargo, en la práctica, esto rara vez ocurre, lo que significa que la totalidad del impuesto es asumida por los compradores de los productos importados, en este caso, los compradores estadounidenses. De este modo, matemáticamente, el precio del producto importado varía porcentualmente según la parte izquierda de la siguiente ecuación, que puede aproximarse como la variación del arancel.

$$\text{Var. porcentual del precio del bien importado} = \frac{\Delta \text{Arancel}}{1 + \text{Arancel}_{\text{anterior}}} \approx \Delta \text{Arancel}$$



ECONOMÍA INTEERNACIONAL

Existen varios canales que podrían explicar un efecto negativo de un arancel universal en el crecimiento económico. El primero es que el arancel reduce la demanda interna. Al ser, en última instancia, un impuesto para los compradores estadounidenses, los consumidores tendrán menos dinero disponible para gastar en otros bienes y servicios. Además, las familias de menores ingresos serán las más afectadas, ya que destinan una mayor proporción de sus ingresos al consumo. Según James Singer, asesor de la campaña de Kamala Harris, los aranceles propuestos por Trump costarían a las familias de clase media casi 4.000 dólares al año.

Por otro lado, las tarifas arancelarias pueden reducir la competitividad de las empresas estadounidenses que importan insumos para su producción final, en comparación con sus competidores extranjeros. Un impuesto sobre los bienes intermedios aumentará los costos de producción para los productores locales, situándolos en desventaja frente a competidores extranjeros que no enfrentan los mismos costos. Aunque las empresas estadounidenses podrían trasladar el incremento de costos a los consumidores en el mercado interno, esto no sería viable en los mercados internacionales.

Por último, el impuesto arancelario podría afectar las exportaciones estadounidenses debido a posibles represalias. Es probable que un impuesto comercial universal por parte de un país sea respondido con medidas similares por los países afectados. De hecho, funcionarios europeos han advertido que tienen opciones de represalia preparadas si se implementan los aranceles propuestos.

Considerando estos efectos y otros adicionales, las estimaciones de los analistas sugieren que el crecimiento podría reducirse entre 1 y 2 puntos porcentuales para 2025 y 2026.

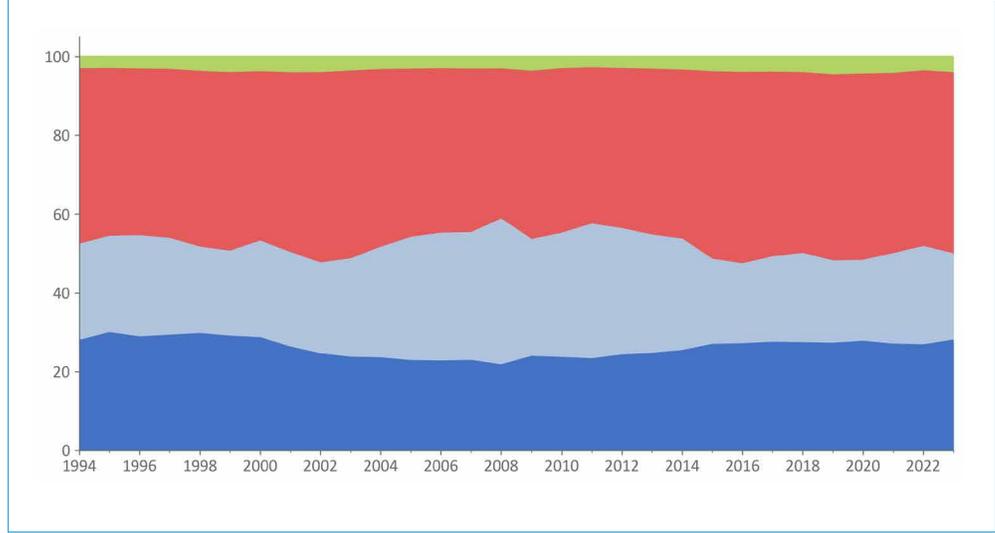
En cuanto a los precedentes históricos, el caso más similar ocurrió en 1971 con el presidente Richard Nixon, quien también impuso un arancel del 10% a todas las importaciones estadounidenses. Sin embargo, el objetivo de este arancel era muy específico y se establecieron condiciones explícitas sobre cómo y cuándo sería eliminado. El propósito era apreciar el valor del dólar, y después de cuatro meses, al lograrlo, se levantó el arancel. En este sentido, analizar el impacto de esa política no es comparable con el de una política permanente como la que propone Trump, que podría durar al menos 4 años. Además, en ese entonces, las importaciones de bienes representaban un 4% del PIB, frente al 11% en 2023 (ver nuevamente Gráfico N°3).

³Este cálculo asume que todos los aranceles aumentarían 10 puntos porcentuales. Sin embargo, en el caso de China, el aumento sería mayor, lo que podría incrementar aún más el impacto sobre la inflación.



ECONOMÍA INTEERNACIONAL

GRÁFICO N°2: IMPORTACIONES DE BIENES POR CATEGORÍA PRINCIPAL DE USO FINAL (% DEL TOTAL DE IMPORTACIONES DE BIENES)

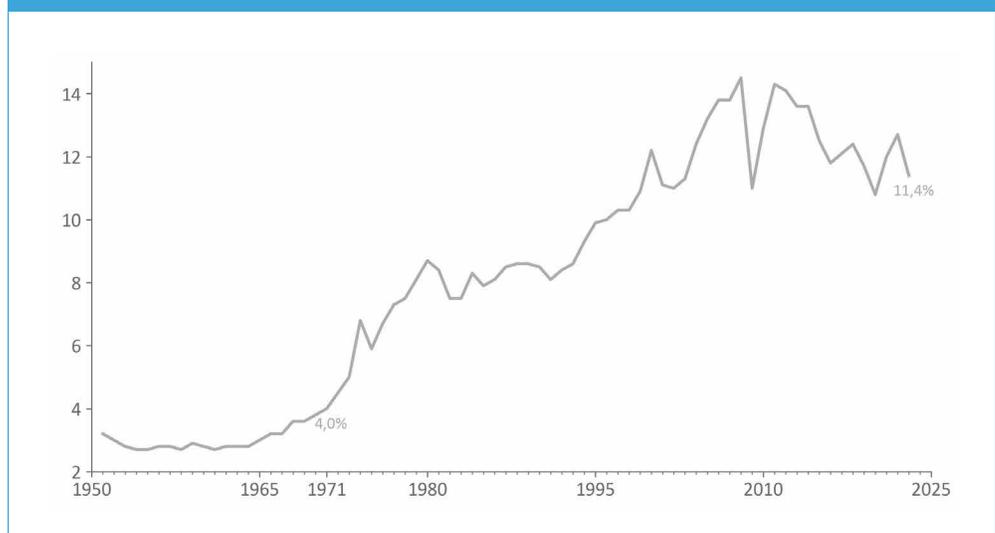


Fuente: Elaboración propia en base a US Census Bureau

Nota: El consumo de bienes incluye vehículos automotores, alimentos y bebidas.

- Bienes de Capital
- Suministros Industriales
- Bienes de Consumo
- Otros Bienes

GRÁFICO N°3: IMPORTACIONES DE BIENES (% DEL PIB)



Fuente: Federal Reserve bank of St. Louis



25 AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

ECONOMÍA NACIONAL

¿OTRA DÉCADA PERDIDA POR DELANTE?

ECONOMÍA NACIONAL

No trajo buenas noticias el reciente Informe de Política Monetaria (IPoM) del Banco Central. Además de mayor inflación y menor crecimiento estimados para este año, acentuó su mirada sombría sobre el futuro, al mantener prácticamente inalterado su estimación del crecimiento tendencial en un nivel acotado, específicamente en 1,8% para el periodo 2025-2034¹. Luego de haber experimentado un crecimiento limitado similar, con un promedio del 1,9% entre 2014 y 2024, surge la preocupación de si efectivamente vamos a repetir esta situación, y no solo en términos totales, sino también en términos per cápita. En este contexto, la pregunta es: ¿Podríamos enfrentar 20 años de cuasi estancamiento si lo medimos en términos per cápita?

Si revisamos la historia económica de Chile del siglo XX, lo cierto es que esto resulta perfectamente posible, y no tanto referido a la tasa de crecimiento del PIB per cápita, sino a la comparación de los resultados de nuestro país con el mundo desarrollado, de tal forma de analizar si estamos reduciendo la brecha que nos separa del nivel de ingreso al que aspiramos a llegar. Bajo este criterio, tuvimos resultados menos que mediocres durante gran parte de esa centena.

Si comparamos la relación entre el PIB per cápita a Paridad de Poder de Compra (PPA) de Chile y Estados Unidos en el Gráfico N°1, observamos que esta razón cayó de un máximo histórico de 49% en 1928 a un mínimo de 24% en 1985. Fueron casi seis décadas perdidas, explicadas por un modelo crecientemente estatista e intervencionista del que costó mucho esfuerzo y sacrificio salir. En 2013, luego de casi 30 años de crecimiento superior en promedio al de la economía norteamericana, el PIB per cápita de Chile llegó a ser un 41,5% del americano, pero desde entonces ha caído hasta un 37,7%, y si el crecimiento de tendencia se acerca a la estimación del IPoM, caerá a un 37% en diez años más, mismo nivel que teníamos el año 2008. En vez de avanzar en materia de desarrollo, estaremos en retroceso, alejándonos de la meta de ser parte del club de los países de ingreso alto.

Definitivamente, la posibilidad de tener otra década perdida es preocupantemente alta, y para evitarlo se requieren cambios institucionales importantes.

¿Puede hacer algo la política monetaria para revertir este escenario de mediocridad? En palabras de la presidenta del Banco Central: “La política monetaria no es un instrumento que pueda cambiar el crecimiento tendencial de la economía”². “El aporte del Banco Central a esta casa ordenada es contribuir a la estabilidad macroeconómica. Para ello debemos mantener una inflación baja y estable y velar por la estabilidad financiera y el normal funcionamiento del sistema de pagos”³. Ese es el rol que le asigna nuestro ordenamiento jurídico al instituto emisor, y lo cierto es que hace décadas se saca una buena nota en su cometido.

¹ Este valor es 0,1 puntos porcentuales menor a lo estimado en el IPoM de diciembre del año pasado para el período 2024-2033, lo que refleja principalmente el transcurso de un año en el cálculo del promedio correspondiente.

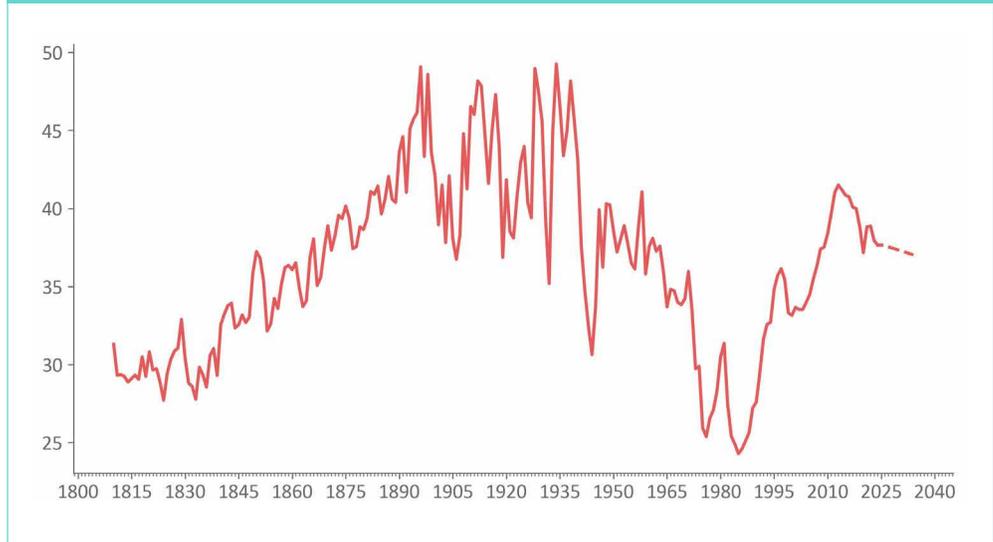
² Extracto de entrevista en Diario Financiero, 9 de septiembre.

³ Presentación del Informe De Política Monetaria ante el Honorable Senado de la República.



ECONOMÍA NACIONAL

GRÁFICO N°1: PIB PER CAPITA A PPA CHILE COMO % DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: Elaboración propia en base a Maddison Project Database, IMF y Banco Central de Chile
 Nota: Línea punteada representa proyección a 2034

¿Qué instituciones son entonces las responsables de ayudar a mejorar nuestro crecimiento de tendencia, considerando además que las teorías modernas de crecimiento apuntan a los factores institucionales como los determinantes principales del desarrollo? La mayor relevancia recae en el Poder Ejecutivo, aunque los roles del Poder Legislativo y Judicial son de gran importancia también. Es evidente el deterioro institucional de estos tres poderes del Estado en la última década, y así lo refleja el Índice de Gobernanza Global del Banco Mundial, que mide varias dimensiones.

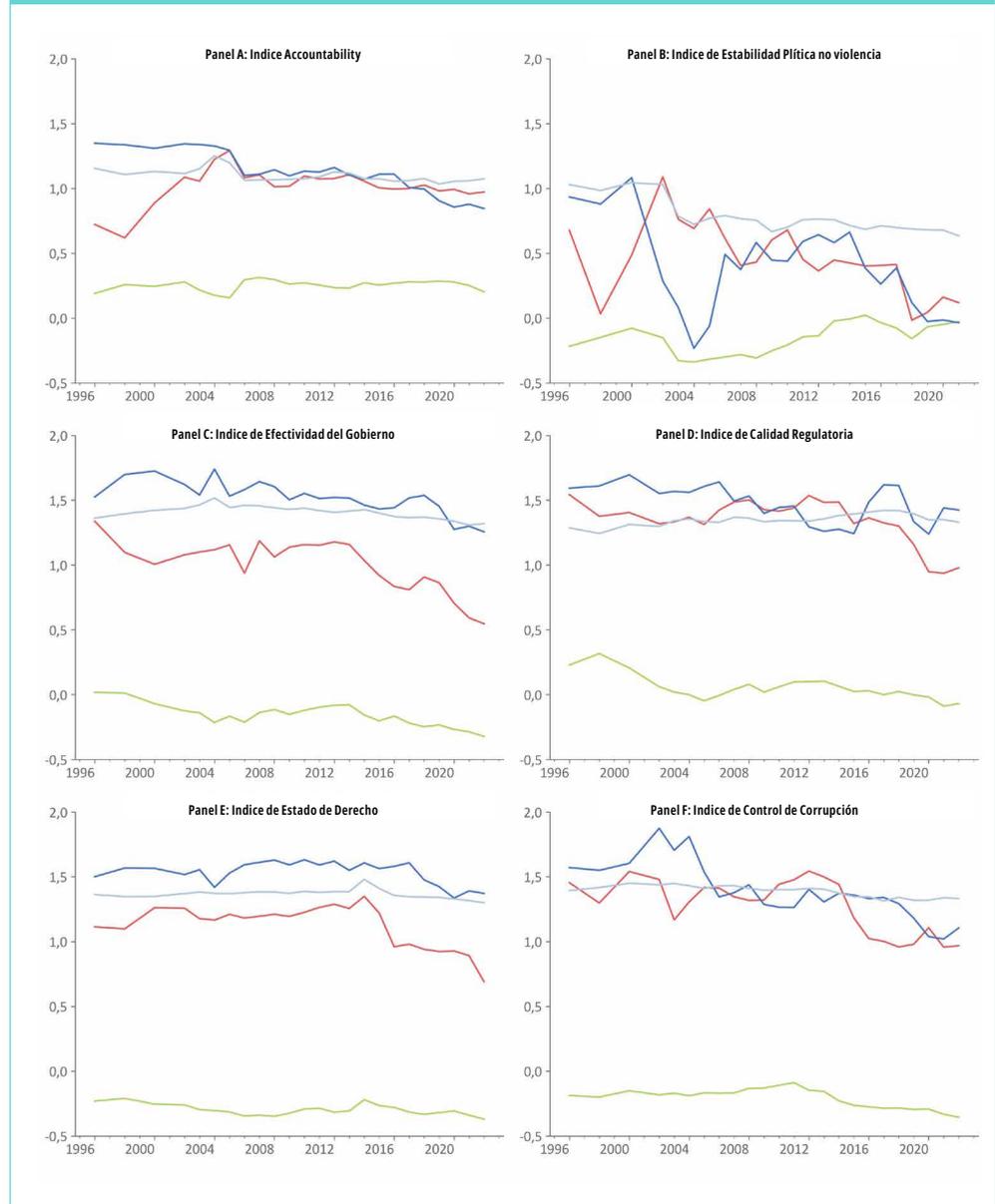
Lo cierto es que hasta hace una década los índices para nuestro país eran similares a los de países desarrollados, pero se ha visto una clara tendencia a la baja, especialmente en los índices de violencia política, efectividad del gobierno, calidad regulatoria, respeto al Estado de Derecho y control de la corrupción. Aunque en todos estos ámbitos estamos muy por sobre el promedio de los países de la región, la distancia es creciente respecto al grupo de países de ingreso alto, como lo muestran los siguientes paneles del Gráfico N°2. Eso sí, llama también la atención el deterioro de Estados Unidos en algunos de estos aspectos, lo que no ocurre con el promedio para los países de ingreso alto.

Algo a destacar es que los indicadores están actualizados hasta 2022, y, considerando la situación institucional del país en 2023 y 2024, algunos de ellos podrían mostrar un deterioro adicional, especialmente en lo que se refiere al control de la corrupción.



ECONOMÍA NACIONAL

GRÁFICO N°2: INDICADORES DE GOBERNANZA MUNDIAL



Fuente: The Worldwide Governance Indicators

— Chile — Estados Unidos
— América Latina — Ingresos Altos

Es bastante claro que la recuperación de nuestro crecimiento de tendencia requiere necesariamente aumentar las tasas de ahorro e inversión y mejorar el capital humano. Sin embargo, el logro de esas metas pasa por mejoras institucionales, que, como muestran los datos anteriores, deben hacerse cargo del deterioro de la última década. No es coincidencia que cuando les preguntan a economistas de diversa sensibilidad política sobre la receta para crecer más, la gran mayoría señala como primera prioridad la reforma al sistema político. Es de esperar que el gobierno decida dejar esa herencia, considerando además que sus resultados en materia de crecimiento serán muy probablemente menos que mediocres.



25
AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MERCADO DE CAPITALES

¿PODRÁ LA RESERVA FEDERAL EVITAR LA RECESIÓN Y, CON ELLO, IMPULSAR LOS MERCADOS BURSÁTILES?

Durante la semana de nuestras Fiestas Patrias, el mundo estuvo muy atento a la reunión de la Reserva Federal de Estados Unidos (también conocida como Fed), celebrada los días 17 y 18 de septiembre.

Si bien tras el discurso de Powell en Jackson Hole en agosto no había dudas de que la Reserva Federal iniciaría un nuevo ciclo de flexibilización monetaria, persistía una gran incertidumbre sobre la agresividad del recorte. Una semana antes, los precios del mercado reflejaban un 65% de probabilidades de una baja de un cuarto de punto y un 35% de un recorte de medio punto. El día anterior a la decisión, las probabilidades cambiaron, indicando un 65% de probabilidad de una reducción de medio punto. Finalmente, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) votó 11 a 1 para reducir la tasa de referencia en medio punto porcentual, situándola en el rango de 4,75% a 5%.

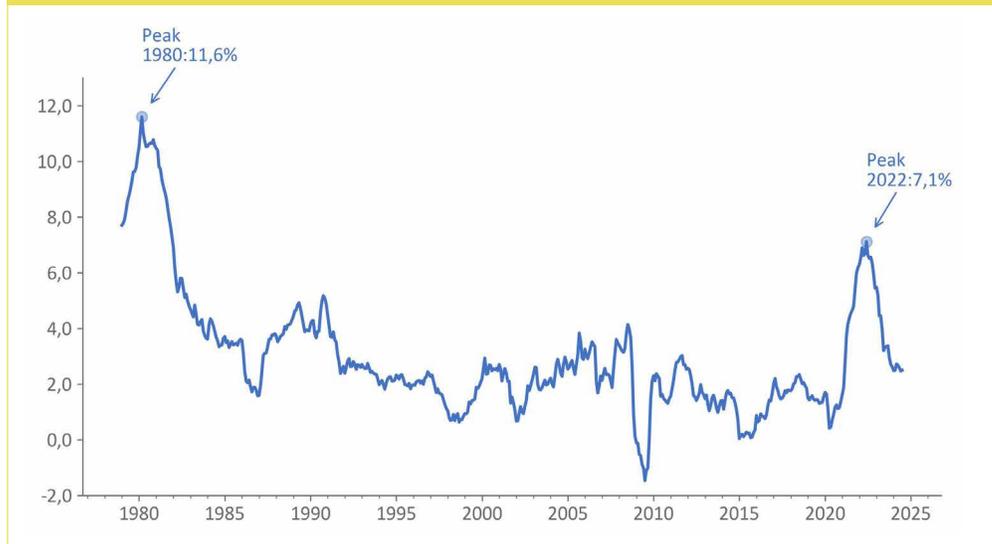
Este tipo de recorte significativo podría haber generado temor en el público, ya que suele ocurrir en tiempos de tensión, como en 2001 y 2007, cuando movimientos similares precedieron recesiones en un plazo de 3 a 4 meses. Sin embargo, el presidente de la Fed, Powell, logró tranquilizar al explicar que se trata de un primer paso sensato desde un nivel monetario muy restrictivo, dada la buena evolución de la inflación y como medida de precaución ante una posible mayor debilidad en el mercado laboral, que ha mostrado señales de enfriamiento pero aún se mantiene robusto. Es decir, se trata de una recalibración de la política monetaria acorde con una disminución de los riesgos inflacionarios y un aumento de los riesgos en el mercado laboral. En palabras de Powell: “Esta decisión refleja nuestra creciente confianza en que, con un adecuado reajuste de nuestra postura política, la fortaleza del mercado laboral puede mantenerse en un contexto de crecimiento moderado y una inflación que se mueve de manera sostenible hacia el 2%”.

Como muestra el Gráfico N°1, la inflación medida por el índice de precios de gastos de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se ha enfriado considerablemente, descendiendo desde un peak de más del 7% anual, el nivel más alto desde 1982, hasta alcanzar un 2,5%, acercándose al objetivo del 2%. Por lo tanto, las preocupaciones de la Fed se han trasladado al mercado laboral. Las condiciones del mercado de trabajo son menos estrechas¹ que antes de la pandemia, tal como se refleja en un indicador clave en el Gráfico N°2: la proporción de vacantes respecto al número de desempleados se ubica por debajo del promedio de 2019, cayendo fuertemente en el último año. A su vez, la tasa de desempleo ha aumentado recientemente, ubicándose en 4,2%, aún en un nivel alto, pero medio punto porcentual por encima de 2019, y casi un punto porcentual más alta que a principios del año pasado.

¹ Condiciones en el mercado de trabajo estrechas significa que hay muchas vacantes y pocos desempleados disponibles para llenar esos puestos. Esto implica que se deben ofrecer mayores salarios, lo que genera presiones inflacionarias.

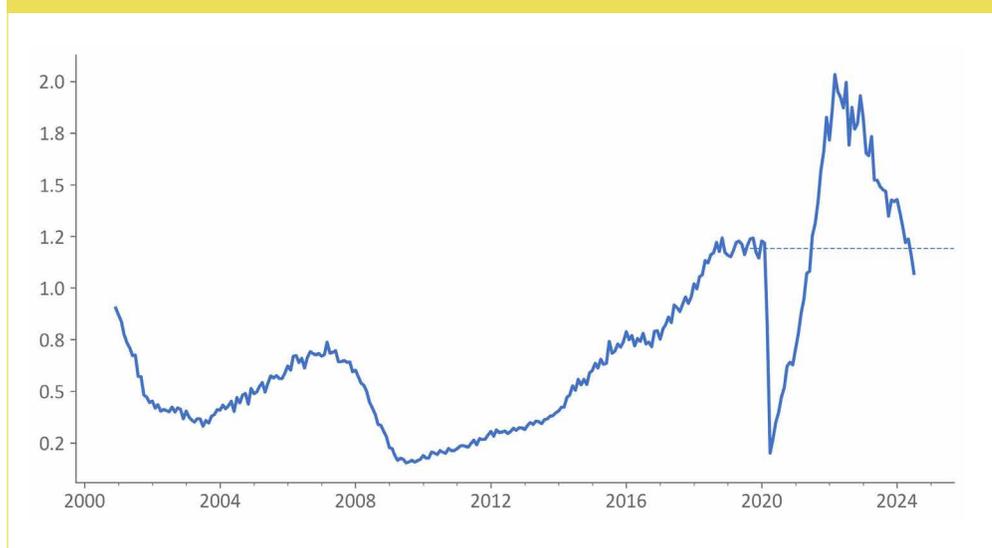
MERCADO DE CAPITALES

GRÁFICO N°1: ÍNDICE PCE ESTADOS UNIDOS (VARIACIÓN ANUAL, %)



Fuente: Elaboración propia en base a Reserva Federal de St. Louis.

GRÁFICO N°2: RATIO ENTRE NÚMERO DE VACANTES Y DESEMPLEADOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Elaboración propia en base a Reserva Federal de St. Louis.

Nota: Línea punteada azul representa promedio del año 2019.

Algunos analistas ven el agresivo recorte de la Reserva Federal como una medida de precaución. Las reducciones en las tasas de interés tardan meses en impactar la economía y, con la desaceleración del mercado laboral, consideran lógico que la Fed actúe con mayor contundencia ahora para adelantarse a una posible debilidad adicional futura. De esta manera, comenzar con un recorte más amplio podría guiar a la economía hacia un aterrizaje suave, evitando así la tan esperada recesión.

De cara al futuro, Powell advirtió que no se debe asumir que el recorte de 50 puntos base establece un ritmo que los responsables de la política monetaria seguirán de manera constante. Esto quedó reflejado en el diagrama de puntos², donde la mayoría de los participantes de la reunión, 10 de los 19 funcionarios³, anticipan una reducción de la tasa en medio punto porcentual hacia finales de año, lo que implica dos rebajas adicionales de 0,25 puntos en las últimas dos reuniones de 2024 (noviembre y diciembre). Así, como se observa en el Gráfico N°3, la mediana de las proyecciones de la tasa de fondos federales para finales de 2024 ahora se sitúa en 4,4%, frente al 5,1% esperado en junio (rango objetivo de 4,25%-4,5% versus 5%-5,25%). Para 2025, la mediana actual anticipa una reducción de 100 puntos básicos, seguida de una baja de 50 puntos básicos en 2026, lo que permitiría que la tasa de fondos alcance su nivel neutral hacia finales de 2026.

Por su parte, las proyecciones económicas actualizadas se inclinaron hacia la moderación. La proyección mediana de inflación para el cierre de este año se revisó a la baja, pasando de 2,6% a 2,3%, mientras que la tasa de desempleo se ajustó al alza, de 4% a 4,4%. Las proyecciones de crecimiento se mantuvieron prácticamente sin cambios, lo que sugiere que la economía podría esquivar una recesión.

Frente a esta agresiva disminución de la tasa de fondos federales de Estados Unidos, surgen dos preguntas: ¿Qué impacto tendría en la política monetaria local? ¿Y qué sucedería con los resultados de las bolsas, tanto a nivel local como global?

En cuanto al efecto del recorte de tasas de la Fed sobre la postura monetaria local, este podría llevarla a ser más expansiva. El Banco Central de Chile, en el IPoM publicado a principios de septiembre, proyectaba, según lo implícito, un recorte por parte de la Reserva Federal menor que los 50 puntos base que se implementaron al final. Por lo tanto, la trayectoria de la tasa de política monetaria chilena, que, como señala el Gráfico N°4, ya se había ajustado a la baja desde las proyecciones del IPoM de junio por diversas razones, entre ellas condiciones financieras globales más favorables, podría ser incluso inferior a lo contemplado en el escenario central del IPoM de septiembre. Esto implicaría recortes mayores de 25 puntos base en las reuniones restantes del año (octubre y diciembre).

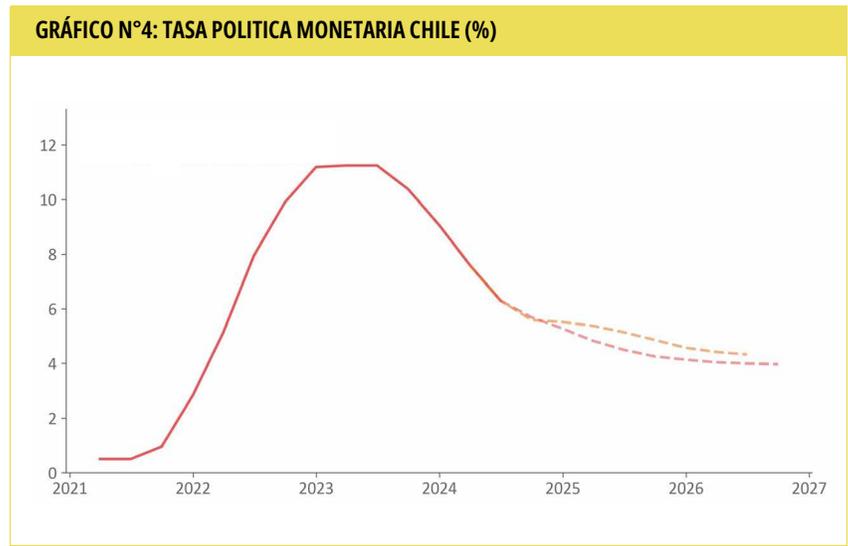
² El diagrama de puntos o dot plot es una herramienta utilizada por el FOMC para mostrar las proyecciones individuales de los miembros del comité respecto a la tasa de fondos federales en el futuro. Este gráfico se publica cuatro veces al año, específicamente en las reuniones de marzo, junio, septiembre y diciembre.

³ El FOMC está compuesto por 12 miembros con derecho a voto: los 7 miembros de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal; el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York; y 4 de los presidentes restantes de los 11 bancos de la Reserva Federal, quienes cumplen mandatos de un año en un sistema rotativo. Los presidentes de los bancos de la Reserva Federal sin derecho a voto asisten a las reuniones del Comité y participan en las discusiones, además de contribuir a las proyecciones.

MERCADO DE CAPITALES



Fuente: Elaboración propia en base a Reserva Federal de St. Louis y FOMC.
 Nota: La tasa graficada corresponde al punto medio del rango objetivo de la tasa de los fondos federales. Las proyecciones del FOMC son la proyección mediana de los miembros para finales de cada año (2024, 2025, 2026, 2027).

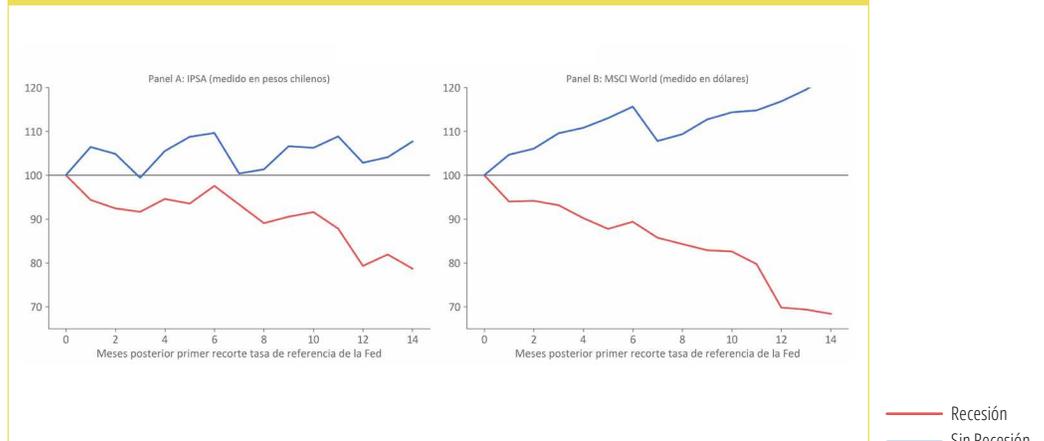


Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile
 Nota: La proyección del IpoM corresponde al punto medio del intervalo de confianza del 66% del corredor.

Con respecto al mercado bursátil, la teoría sugiere que los recortes de tasas favorecen a las acciones, ya que las hacen relativamente más atractivas que los bonos y facilitan a las empresas la obtención de préstamos. Sin embargo, históricamente, este comportamiento se ha observado cuando la economía estadounidense no entra en recesión. Como muestra el Gráfico N°5, el IPSA, en episodios en que la Fed recorta las tasas y la economía estadounidense crece, muestra retornos favorables, de aproximadamente 8% luego de 14 meses tras el primer recorte. Por su parte, las acciones globales presentan un rendimiento del 22% en el mismo periodo, liderado por las acciones de Estados Unidos. En cambio, cuando la economía estadounidense enfrenta una crisis, estos retornos suelen ser negativos.

Con todo, la evolución del mercado laboral y la inflación en Estados Unidos nos proporcionarán las claves para entender las futuras acciones de la Reserva Federal y su impacto en los resultados de los mercados bursátiles.

GRÁFICO N°5: PROMEDIO DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN EPISODIOS DE RECORTE DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN ESTADOS UNIDOS (ÍNDICE 100 = MES DEL PRIMER RECORTE)



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Nota: Consideramos episodios de recorte de la tasa de fondos federales de Estados Unidos desde 1990, excluyendo el de la pandemia. Los recortes de 2001 y 2007 derivaron en recesión, mientras que los de 1995, 1998 y 2019 no lo hicieron.



25
AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

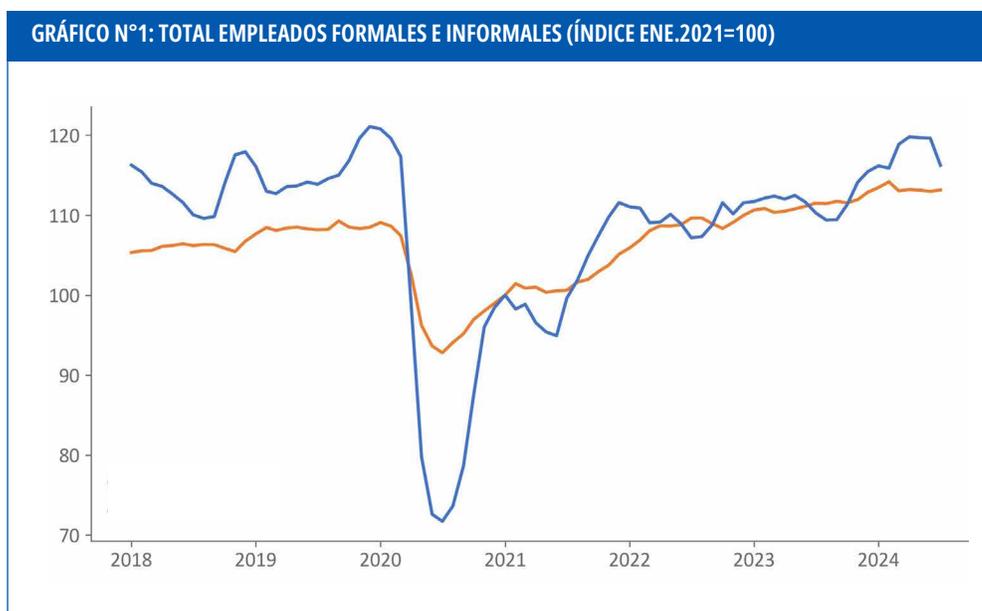
INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

RADIOGRAFÍA DE LA INFORMALIDAD

La Encuesta de Empleo del INE (ENE) del período mayo-julio publicada el 29 de agosto no trajo buenas noticias en materia de formalidad laboral. En los últimos doce meses se lograron recuperar¹ 229 mil empleos, de los cuales 131 mil son informales y 98 mil son formales, lo que apunta a que la economía no está creando empleos de calidad en cantidad suficiente.

Al observar las tendencias en la formalidad e informalidad laboral tras la significativa caída durante la pandemia, se puede notar que ambas categorías muestran un crecimiento promedio moderado desde 2021; sin embargo, el empleo informal ha experimentado una recuperación más rápida. Mientras que el empleo informal ha crecido a una tasa promedio anual de aproximadamente 4,5% tras la pandemia, el empleo formal lo ha hecho un punto porcentual menos en el mismo periodo, como se observa en el siguiente gráfico. Además, este último ha permanecido prácticamente estancado desde el cuarto trimestre del año pasado.



Fuente: Elaboración propia en base a ENE

Formales
Informales

Al analizar las diferentes categorías ocupacionales, observamos que, dentro del grupo de empleados, la recuperación de los trabajadores formales ha sido más lenta en comparación con la de los trabajadores informales. Mientras que estos últimos han alcanzado niveles que todavía están un 7% por debajo de los previos a la pandemia, con un crecimiento promedio anual de 18% entre principios de 2021 y la actualidad, los empleadores formales se encuentran a más de un 30% de distancia de esos niveles, con un crecimiento promedio anual de tan solo 2% (ver Panel A del Gráfico N°2).

¹ Se habla de recuperación más que de creación de empleo ya que las tasas de ocupación, especialmente masculinas, están por debajo de los niveles previos a la pandemia y el estallido social.

Si analizamos la categoría de ocupados por cuenta propia, también se observa una mayor recuperación del segmento informal. Como muestra el Panel B del Gráfico N°3, en el trimestre móvil de julio 2024, el 71% del empleo por cuenta propia es informal, en comparación con el 66% de enero del 2021. Esto, sin duda, apunta a un deterioro en la calidad de este tipo de empleo y obliga a examinar con cuidado los incentivos a la informalidad, considerando que, dentro de esta categoría de ocupación, solo aquellos que emiten boletas de honorarios están obligados a cotizar para la seguridad social.

En cuanto a los asalariados privados, presentados en el Panel C, se distingue un patrón diferente. Aunque tanto los formales como los informales han mostrado un crecimiento relativamente limitado desde 2021 hasta la fecha, el grupo informal se está recuperando más lentamente y con una mayor volatilidad. Este último grupo representa un 15% del total de asalariados privados, es decir, 835 mil trabajadores. Los organismos estatales deberían prestar más atención a esta situación, ya que son personas que trabajan bajo dependencia, cuyos empleadores tienen la obligación legal de cotizar por ellos, pero no lo están haciendo.

En el caso del empleo público, aunque ambas categorías han mostrado un crecimiento promedio moderado entre 2021 y julio 2024, en el último año se observa en ambos casos una clara tendencia al alza (ver Panel D). Destaca el componente formal, que ha experimentado un crecimiento mucho más fuerte desde el inicio del actual gobierno en comparación con gobiernos anteriores. Por su parte, el componente informal también muestra una trayectoria ascendente en los últimos dos años, aunque su comportamiento volátil llama la atención. Además, la existencia de esta categoría laboral es preocupante, ya que incluye a 157 mil trabajadores del sector público a quienes no se les cotiza, lo que sugiere que probablemente estén concentrados en los gobiernos locales.

Por último, el personal de servicio doméstico, como se muestra en el Panel E, evidencia que el empleo informal se ha recuperado con mayor fuerza. Esta categoría ha mostrado una recuperación significativa desde 2021, mientras que el componente formal, que representa un 44% del total, no muestra ningún signo de mejoría, situándose en la mitad de los niveles alcanzados en 2018.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

GRÁFICO N°2: EMPLEADOS FORMALES E INFORMALES POR CATEGORÍA EN LA OCUPACIÓN (ÍNDICE ENE.2021=100)



Fuente: Elaboración propia en base a ENE

— Formales
 — Informales

Es interesante también, para profundizar más en este complejo y perjudicial fenómeno de la informalidad, analizarlo por segmento etario y género, por el tamaño de la empresa donde se desempeñan los trabajadores y por nivel educacional, de tal forma de avanzar hacia un diagnóstico de las causas. Este análisis surge de analizar las tasas de informalidad (Ocupados Informales/Total de Ocupados), en comparación con las cifras anteriores, que miraban los niveles expresados en base 100 relativo a enero 2021.

En estas tres categorías, las brechas en los niveles de informalidad son significativas y reflejan que la informalidad es más alta entre los adultos mayores, quienes además continúan experimentando un crecimiento más acelerado, seguidos por los jóvenes. Se da en mucho mayor magnitud en las empresas de menor tamaño, y también en los grupos con menor escolaridad. Esto resulta bastante evidente, por lo que más allá de estas brechas de carácter bastante estructural, resulta también interesante mirar la evolución de estas tasas de informalidad en el último sexenio, que corresponde al período para el cual existen datos de la ENE.

Como muestra el Gráfico N°3, hay un alza importante en la tasa de informalidad de hombres y mujeres mayores de 65 años desde 2021, de 6,8 puntos porcentuales en promedio, y algo mayor para los hombres que para las mujeres. Este segmento etario, en que el 57% trabaja informalmente, no tiene obligación de cotizar, y surge entonces la duda de si la entrega de la PGU a partir de 2022 tendrá algo que ver con este aumento de informalidad, debido a que esas personas prefieren que no exista registro de sus ingresos, por el riesgo de dejar de focalizar para este beneficio. También pueden existir causas de demanda, producto de que los mayores costos laborales que genera el aumento de salario mínimo y la reducción de jornada dificulten a este segmento el acceso al mercado laboral formal. Algo que también se observa, es una leve tendencia al alza en la tasa de informalidad de los ocupados entre 55 y 64 años, lo que también podría tener relación con la PGU y el riesgo de no focalizar para este beneficio si la pensión autofinanciada supera los límites establecidos. En cuanto a los jóvenes, aunque registran tasas de informalidad superiores al promedio (37% versus 27%), esta tasa se mantiene prácticamente estable tanto para hombres como para mujeres.

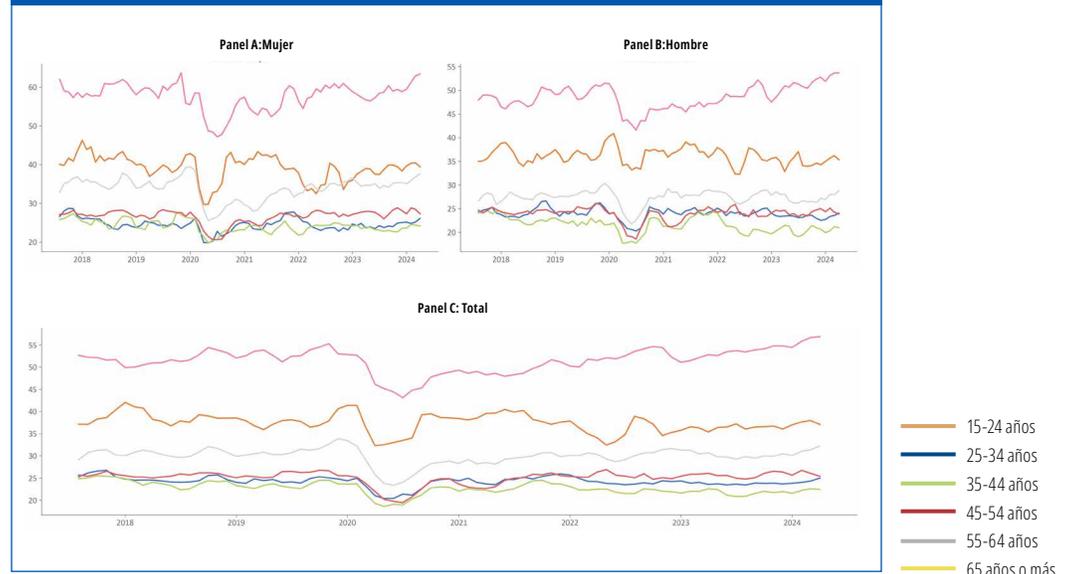
Si se analizan las cifras por tamaño de empresa, tal como señala el Gráfico N°4, aquellas que tienen menos de cinco trabajadores registran niveles muy elevados de informalidad, y además crecientes, en torno a 66%. Resulta bastante evidente que las mayores dificultades de fiscalización de estas empresas, junto con los costos de la seguridad social y la legislación laboral explican esta situación. Estos niveles de informalidad, considerando que estamos hablando de un número de ocupados informales en este tipo de empresas en torno a 1,8 millones, hacen muy necesario implementar políticas que promuevan a través de incentivos y medidas sancionatorias las cotizaciones. Es interesante constatar que para el resto de los tamaños de empresas se observan caídas en las tasas de informalidad, aunque moderadas.

Por último, el análisis de informalidad por años de escolaridad muestra aumentos en la tasa de informalidad para los ocupados sin estudios y aquellos con educación básica y media, aumentando la brecha existente con grupos de educación superior (ver Gráfico N°5). Es probable también que las causas de este fenómeno sean similares a las que explican la mayor informalidad de los ocupados en pequeñas empresas, es decir, los costos de seguridad social y regulatorios.

Es evidente entonces la relación muy directa que existe entre la vulnerabilidad de los ocupados y la informalidad, lo que no constituye un hecho muy novedoso. Lo preocupante es la tendencia al alza en la informalidad de estos grupos más vulnerables, ya sea por escolaridad, edad y tipo de empresa donde trabajan.

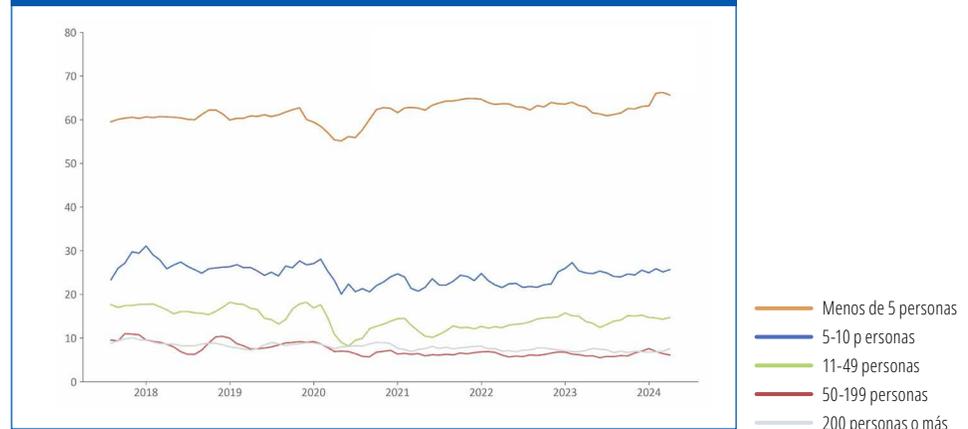
MERCADO LABORAL Y PENSIONES

GRÁFICO N°3: TASA DE INFORMALIDAD SEGÚN TRAMO ETARIO (%)



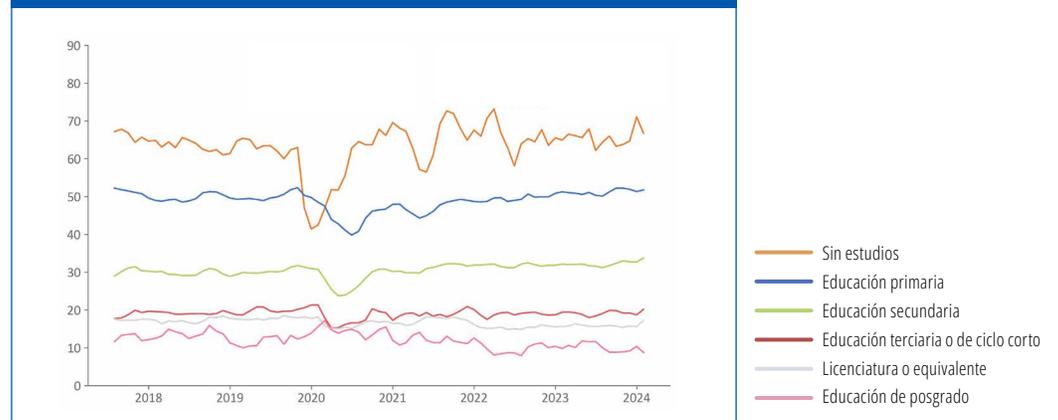
Fuente: ENE

GRÁFICO N°4: TASA DE INFORMALIDAD SEGÚN TAMAÑO EMPRESA (%)



Fuente: ENE

GRÁFICO N°5: TASA DE INFORMALIDAD SEGÚN NIVEL EDUCATIVO (%)



Fuente: ENE



25
AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

TEMA DE ANÁLISIS

**EVALUACIÓN DEL DESARROLLO
FINANCIERO DE CHILE EN COMPARACIÓN
CON ECONOMÍAS AVANZADAS**

EVALUACIÓN DEL DESARROLLO FINANCIERO DE CHILE EN COMPARACIÓN CON ECONOMÍAS AVANZADAS

María José Castro

TEMA DE ANÁLISIS

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) publicó este mes un informe titulado “Mandato de desarrollo del mercado financiero en la CMF”¹, que, como su nombre lo indica, aborda y define su mandato de desarrollo del sector financiero en Chile, establecido de manera expresa en 2017 mediante la Ley 21.000. Además, tomando como referencia el Índice de Desarrollo Financiero del Fondo Monetario Internacional (FMI), el informe incluye una evaluación del grado de desarrollo de nuestro país en comparación con otras economías.

En esta sección, presentamos los aspectos más importantes del documento de la CMF relacionados con el desarrollo financiero de Chile, junto con detalles y análisis adicionales relevantes. Comenzamos definiendo el desarrollo financiero según lo expuesto en el informe, para luego detallar la construcción del Índice de Desarrollo Financiero del FMI, los resultados del índice general y de las dos dimensiones que contempla para el caso de Chile. Posteriormente, profundizamos en los subíndices de cada dimensión, analizando algunas de las variables que podrían estar influyendo en el desempeño observado, así como otras variables no consideradas que también ofrecen indicios sobre el estado de nuestro desarrollo financiero. Entre ellas, destacamos la proporción que los fondos de pensiones chilenos ocupan en el total de la renta fija y variable local, lo que representa un riesgo significativo para el sistema, principalmente debido a su alta exposición a los ahorros previsionales y, por consiguiente, a los cambios en las políticas previsionales.

DEFINICIÓN DEL DESARROLLO FINANCIERO

En primer lugar, la CMF define el sistema financiero como “el conjunto de instituciones, instrumentos, infraestructuras, mercados, leyes y normativas que permiten la producción y distribución de servicios y productos financieros, contribuyendo a la asignación eficiente de recursos y al desarrollo económico en beneficio de las personas.”

Por su parte, el desarrollo financiero, según el Banco Mundial, es “el proceso mediante el cual los instrumentos, mercados e intermediarios financieros reducen los costos de adquirir y procesar información, ejecutar contratos y realizar transacciones, para proporcionar de manera más eficiente las funciones clave del sector financiero en la economía”. El FMI lo describe como “el proceso mediante el cual los intermediarios y los mercados financieros se vuelven más profundos, sofisticados y accesibles, lo que permite una mayor movilización de recursos financieros y una asignación más eficiente del capital. Este proceso requiere de una regulación y supervisión adecuadas que promuevan la estabilidad del sistema financiero, fundamental para el crecimiento económico sostenible y la reducción de la pobreza”. Finalmente, la OCDE lo define como “un proceso de fortalecimiento de los sistemas para que sean más inclusivos, eficientes y resilientes, contribuyendo al crecimiento económico y al bienestar social. Esto incluye ampliar el acceso a servicios financieros, promover la educación financiera, fomentar la innovación, desarrollar el mercado de capitales y asegurar la estabilidad y sostenibilidad del sistema financiero”.

¹ Para ver el informe completo, haz clic en el siguiente enlace: [link](#).

En resumen, aunque la definición de un sistema financiero desarrollado puede variar en sus matices, lo esencial es que se trata de un sistema **eficiente**, con productos **accesibles** y **profundo**, que permite un mayor crecimiento económico y menor pobreza.

ÍNDICE DE DESARROLLO FINANCIERO FMI

Metodología

El FMI construye un índice de desarrollo financiero utilizando un enfoque estándar de reducción de datos multidimensionales en un índice general.²

En primer lugar, se desarrollan seis subíndices de nivel inferior que miden la **profundidad**, **accesibilidad y eficiencia** de las instituciones y los mercados financieros. Estos subíndices se denominan FID, FIA, FIE, FMD, FMA y FME, donde las letras I y M representan instituciones y mercados, mientras que las letras D, A y E indican profundidad (D por "depth" en inglés), acceso y eficiencia. Posteriormente, estos subíndices se agrupan en dos dimensiones de nivel superior, FI y FM, que evalúan el grado de desarrollo de las instituciones y los mercados financieros. Finalmente, los subíndices FI y FM se combinan para obtener la medida global de desarrollo financiero: el índice FD.

De esta manera, el índice del FMI resume el desarrollo de las instituciones y los mercados financieros en términos de su **profundidad, acceso y eficiencia**. La profundidad se refiere a la actividad financiera en relación con el tamaño de la economía; el acceso, a la capacidad de individuos y empresas para acceder a los servicios financieros; y la eficiencia, a la capacidad de las instituciones para proporcionar servicios financieros a bajo costo y con ingresos sostenibles, además del nivel de actividad de los mercados de capitales.

Las variables utilizadas en cada subíndice abarcan un rango suficientemente amplio de países a lo largo de un período de tiempo considerable. Las variables empleadas para la construcción de cada subíndice, algunas de las cuales analizaremos en detalle más adelante, se presentan en la Tabla N°1. Según la CMF, la exclusión de ciertas variables genera un sesgo pronunciado hacia instituciones y mercados más tradicionales, ya que, por ejemplo, las medidas de acceso y eficiencia de las instituciones financieras son más específicas para los bancos, dado que no se dispone de esta información para otras instituciones financieras.

² Existen tres pasos comunes en la literatura para reducir datos multidimensionales a un índice general o resumen: (i) normalización de las variables; (ii) agregación de las variables normalizadas en subíndices; y (iii) agregación de los subíndices en índice más amplios.

TABLA N°1: VARIABLES DE LOS SUBÍNDICE DE DESARROLLO DE MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS		
CATEGORÍA	SUBÍNDICE	VARIABLES
Instituciones financieras (FI)	Profundidad (FID)	Crédito al sector privado a PIB; Activos de los fondos de pensiones a PIB, Activos de los fondos mutuos a PIB, Primas de seguros de vida y generales a PIB
	Acceso (FIA)	Sucursales bancarias por cada 100.000 adultos, ATM por cada 100.000 adultos
	Eficiencia (FIE)	Margen de interés neto, Spread préstamos-depositos, Ingresos no financieros sobre ingresos totales, Gastos generales sobre activos totales, Rentabilidad de los activos, Rentabilidad del capital
Mercados financieros (FM)	Profundidad (FMD)	Capitalización bursátil a PIB, Total Acciones Negociadas a PIB, Deuda externa del sector público a PIB, Deuda privada financiera a PIB, Deuda privada no financiera a PIB
	Acceso (FMA)	Porcentaje de capitalización bursátil fuera de las 10 mayores empresas, Número total de emisores de deuda por cada 100.000 adultos
	Eficiencia (FME)	Total de Acciones Negociadas a Capitalización Bursátil

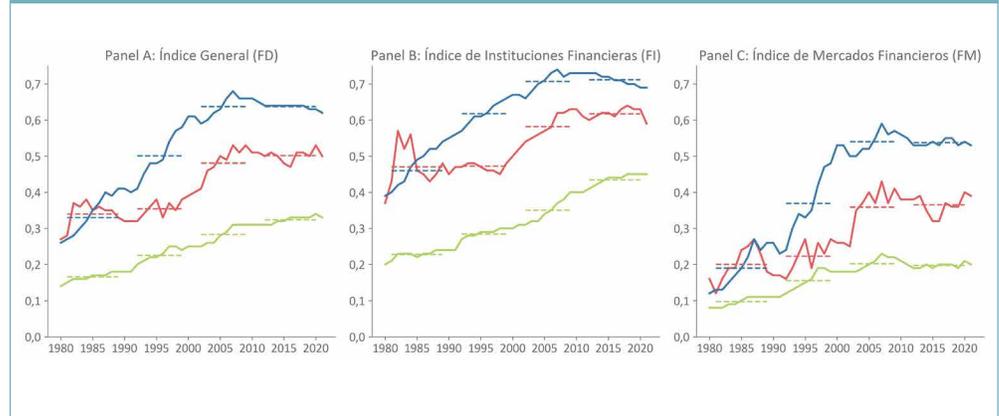
Fuente: Elaboración propia en base a Financial Development Index Database, FMI.

RESULTADOS

Según el índice FD, que como se dijo corresponde a la combinación de FI y FM, el desarrollo financiero ha avanzado fuertemente en Chile (y también a lo largo de todo el mundo) durante los últimos 40 años, destacando el periodo previo a la crisis subprime de 2008, ya que después de este evento comenzó a desacelerarse. En términos relativos, como se señala el Gráfico N°1, este indicador agregado muestra que Chile casi siempre se ha ubicado en un nivel intermedio entre los países emergentes y las economías avanzadas, al igual que el desarrollo de las instituciones y los mercados financieros, las dos dimensiones que conforman el indicador general.

Sin embargo, en la última década, la dimensión FI de Chile ha mostrado una menor brecha con las economías desarrolladas en comparación con la dimensión FM, que ha tenido un crecimiento más limitado. En concreto, durante el periodo 2011-2021, el promedio del índice FI de Chile fue un 16% inferior al promedio de las economías avanzadas, mientras que el índice FM de nuestro país fue casi un 50% inferior al de dichas economías en el mismo periodo. Esto también se refleja en el Gráfico N°2, donde, según los promedios del periodo 2011-2021, Chile se ubica en el cuarto cuadrante, es decir, con un nivel relativamente alto del índice FI pero un bajo índice FM. En dicho cuadrante se observa una menor cantidad de países avanzados, que están mayoritariamente concentrados en el cuadrante I, el cual presenta tanto un alto índice FI como un alto índice FMI.

GRÁFICO N°1: ÍNDICES DE DESARROLLO FINANCIERO

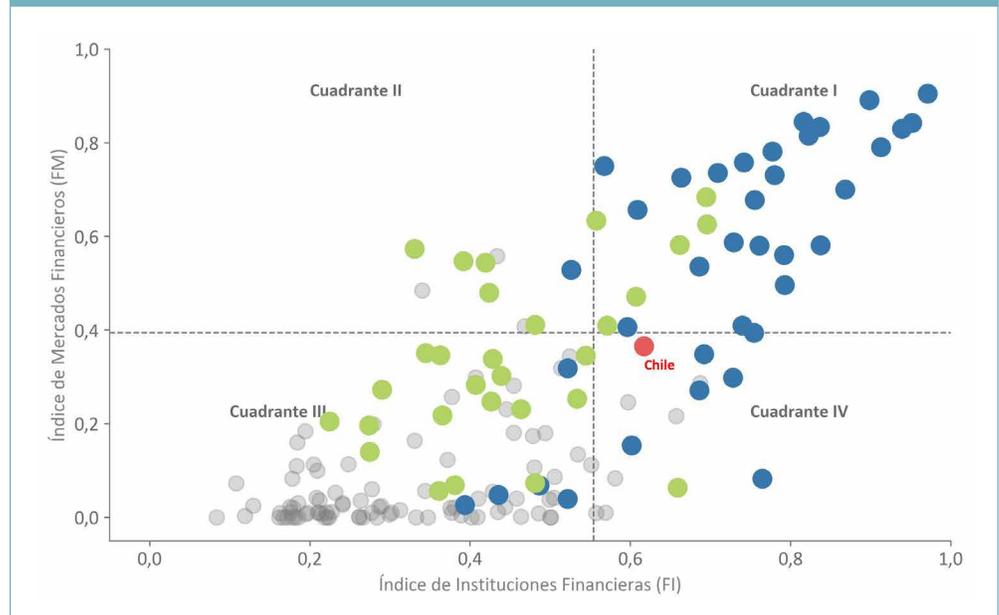


Fuente: Elaboración propia en base a Financial Development Index Database, FMI.

Nota: Las líneas punteadas horizontales representan los promedios por década (1980-1990; 1991-2000; 2001-2010; 2011-2021).

— Chile
— Economías Avanzadas
— Economías Emergentes

GRÁFICO N°2: ÍNDICES DEL DESARROLLO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS Y MERCADOS FINANCIEROS (PROMEDIO 2011-2021)



Fuente: Elaboración propia en base a Financial Development Index Database, FMI.

Nota: Los puntos verdes corresponden a economías emergentes y los azules a economías avanzadas. Las divisiones de los cuadrantes se basan en el percentil 75 de cada dimensión para los 183 países de la muestra.

Para explorar en mayor detalle las diferencias entre estos indicadores, analizamos el comportamiento de los subíndices en ambas dimensiones, tanto para Chile como para las economías avanzadas. La Tabla 2, desarrollada por la CMF, ofrece un desglose por decenios, resaltando los subíndices en los que Chile presenta desviaciones estadísticamente significativas en comparación con los países desarrollados.

TABLA N°2: ÍNDICES/SUBÍNDICES DEL DESARROLLO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS Y MERCADOS FINANCIEROS POR DECENIO Y REGIÓN (PROMEDIOS)

ÍNDICE/SUBÍNDICE	REGIÓN	1980-1990	1991-2000	2001-2010	2011-2019	2011-2021
Instituciones financieras (FI)	Chile	0,47	0,47	0,58	0,61	0,61
	Avanzados	0,46	0,61	0,70	0,71	0,71
Profundidad (FID)	Chile	0,47	0,43	0,56	0,64	0,64
	Avanzados	0,36	0,50	0,59	0,64	0,64
Acceso (FIA)	Chile	0,19	0,22	0,37	0,42	0,42
	Avanzados	0,42	0,57	0,67	0,63	0,63
Eficiencia (FIE)	Chile	0,70	0,72	0,69	0,61	0,61
	Avanzados	0,47	0,58	0,62	0,61	0,61
Mercados Financieros (FM)	Chile	0,20	0,22	0,36	0,37	0,37
	Avanzados	0,19	0,37	0,54	0,54	0,54
Profundidad (FMD)	Chile	0,24	0,28	0,44	0,44	0,44
	Avanzados	0,13	0,32	0,54	0,57	0,57
Acceso (FMA)	Chile	0,25	0,27	0,44	0,43	0,43
	Avanzados	0,20	0,36	0,51	0,53	0,53
Eficiencia (FME)	Chile	0,09	0,10	0,17	0,20	0,20
	Avanzados	0,25	0,42	0,55	0,49	0,49

Fuente: Réplica de la tabla de la CMF, informe "Mandato de desarrollo del mercado financiero en la CMF" (septiembre 2024).

Nota: Los promedios y desviaciones estándar están calculados para el respectivo decenio. Los valores en celeste indican desviaciones superiores a una desviación estándar respecto al promedio de las economías avanzadas.

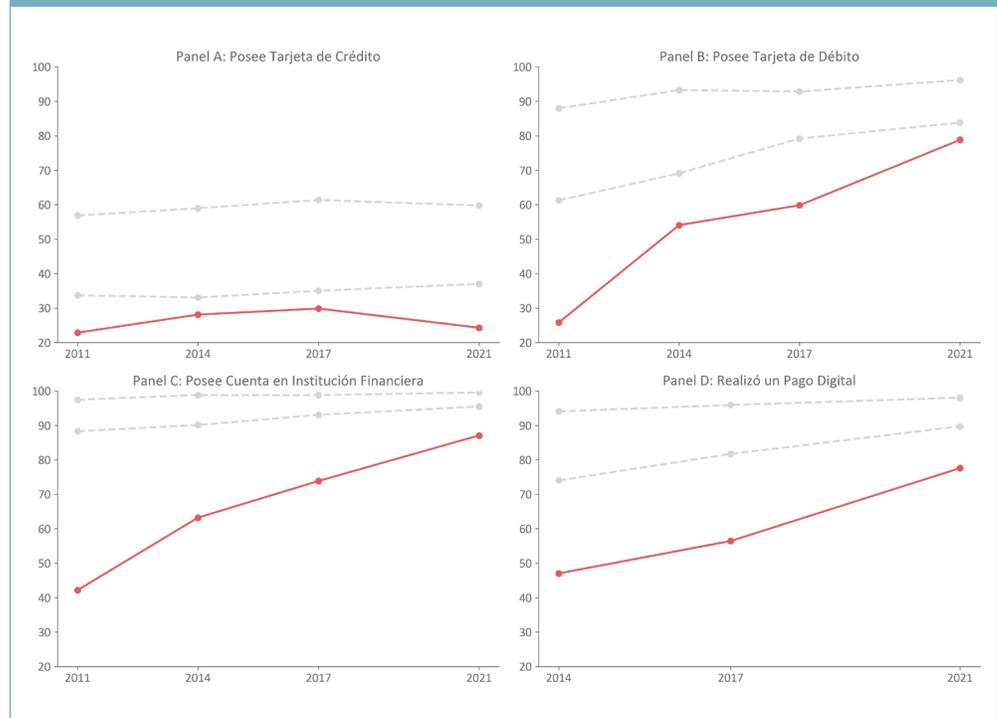
En primer lugar, la diferencia en el índice FI entre Chile y las economías avanzadas es estadísticamente significativa. Sin embargo, como ya mencionamos, esta diferencia es mucho menor en comparación con la del índice FM, que claramente es mucho más significativa en términos estadísticos.

La brecha negativa en el índice FI entre Chile y las economías avanzadas se explica principalmente por el subíndice de acceso (FIA). Aunque este subíndice en Chile sigue una tendencia similar a la de las economías desarrolladas, siempre se ha mantenido por debajo de ellas. Según la CMF, esto "podría no ser tan preocupante, considerando cómo está construido el indicador, ya que el avance de los servicios financieros digitales ha reducido los puntos de atención físicos sin desatender a la población". De hecho, se ha observado un crecimiento considerable en el número de transacciones de banca móvil e internet por cada mil adultos en Chile, superando incluso el promedio de los países de la OCDE.

No obstante, otros indicadores de acceso que no se incluyen en el subíndice, medidos por el Banco Mundial a través de la encuesta Global Findex, reflejan que una proporción significativa de personas en Chile aún no logra acceder a servicios financieros en comparación con los países desarrollados, a pesar del progreso observado. Esto sugiere que, aunque el número de transacciones digitales ha aumentado en el país, aún existe un margen de mejora en el acceso financiero. Como se muestra en los Paneles A, B y C del Gráfico N°3, el porcentaje de personas que posee una tarjeta de crédito o débito, o que tiene una cuenta en instituciones

financieras en Chile (24,3%, 78,8% y 87,1%, respectivamente) continuaba por debajo del percentil 25 de las economías desarrolladas (37,0%, 83,8% y 95,5%, respectivamente) en 2022. Además, aunque la proporción de personas que realizan pagos digitales ha mejorado notablemente en el país, en 2022 seguía estando por debajo de ese mismo rango (78% en Chile frente al 90% en el percentil 25 de los países avanzados). Esto indica que el indicador de acceso digital mencionado por la CMF podría no estar capturando adecuadamente a quienes realmente acceden a estos servicios.

GRÁFICO N°3: INDICADORES INCLUSIÓN FINANCIERA (% PERSONAS MAYORES A 15 AÑOS)



Fuente: Elaboración propia en base a Global Financial Inclusion (Global Findex) Database, Banco Mundial.

● Chile
● P 25 - P75 Economías Avanzadas

En cuanto al subíndice de profundidad de las instituciones financieras en Chile, aunque no presenta grandes diferencias con respecto a los países desarrollados, su posición se debe en gran parte a la enorme cantidad de activos gestionados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los cuales representan aproximadamente el 60% del PIB. Como se observa en los Paneles A, C y D del Gráfico N°5, en relación con el PIB, estos activos en Chile superan a los de países desarrollados como Japón o Alemania, incluso considerando los retiros previsionales efectuados entre 2020 y 2021. Sin embargo, los activos gestionados por los fondos mutuos y las compañías de seguros son significativamente menores en comparación con esos países, así como con Estados Unidos.

El problema con esta situación es la fuerte dependencia de nuestro mercado de capitales de los ahorros previsionales. Como se observa en el Panel A del Gráfico N°6, en la renta fija local, los fondos de pensiones tienen una participación cercana al 40%. En cuanto a la renta variable local, la inversión de las AFPs en acciones chilenas representa el 20% de la capitalización bursátil, pero este porcentaje no considera el free float. Si se considerara únicamente el free float, la participación sería considerablemente mayor, ya que incluiría solo las acciones disponibles para ser negociadas, excluyendo las que están en manos de accionistas controladores.

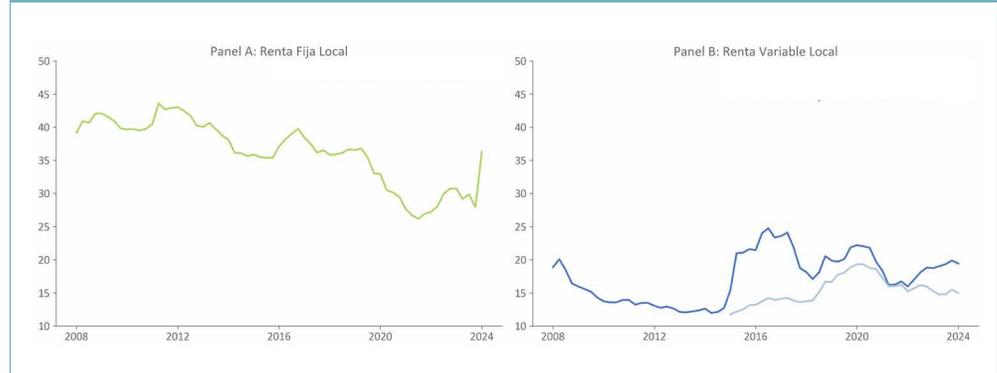
GRÁFICO N°4: ACTIVOS INSTITUCIONES FINANIERAS (% DEL PIB)



Fuente: Global Financial Development Database, Banco Mundial, y Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los datos de Chile están actualizados hasta 2022, mientras que los del resto de los países llegan hasta 2020.

GRÁFICO N°5: ACTIVOS DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE FONDOS DE PENSIONES CHILE (% DEL TOTAL DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE, RESPECTIVAMENTE)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile, Bloomberg y Superintendencia de Pensiones.

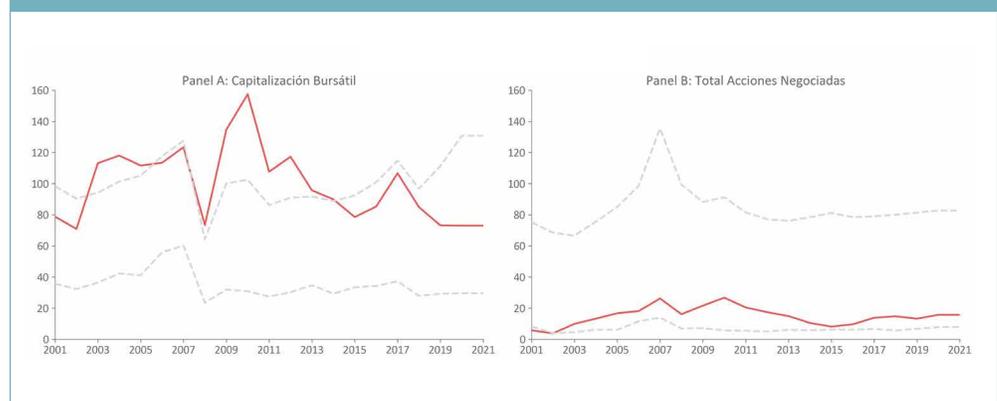
Esto tiene como consecuencia una baja liquidez en el mercado nacional, especialmente porque las AFPs se orientan a inversiones de largo plazo, algo que veremos reflejado en los subíndices de la dimensión FM. Además, esto expone al mercado local a una alta vulnerabilidad ante cambios regulatorios o en las políticas previsionales, un riesgo que no captura ningún componente del indicador.

Por otra parte, el tercer subíndice de la dimensión de instituciones financieras, FIE, de Chile, que históricamente ha estado por sobre los países desarrollados, ha caído, alineándose con estos últimos en el decenio 2011-2021. Según el informe de la CMF, esto se debe principalmente a un retroceso en los márgenes de intereses netos, influenciado por un prolongado ciclo a la baja, una reducción del crédito y mayores provisiones.

En el caso de los mercados financieros, la mayor diferencia en el índice FM de Chile respecto a los países con economías avanzadas se explica por los tres subíndices.

El subíndice de profundidad de mercados financieros, FMD, de nuestro país ha mostrado escaso avance en los últimos años, alejándose aún más de los países desarrollados, que han seguido mejorando. Esta diferencia no se debe tanto al tamaño del mercado de renta fija y renta variable local, sino más bien al volumen de transacciones. Como se observa en los Paneles A y B del Gráfico N°6, la capitalización bursátil en relación con el PIB en Chile es relativamente alta, situándose cerca del percentil 75 de los países desarrollados, mientras que el valor total de acciones negociadas en relación con el PIB se encuentra en la parte baja de la distribución, alrededor del percentil 25. Esto puede explicarse por la preponderancia de los fondos de pensiones en el mercado financiero local. Aunque el volumen de inversiones es considerable en Chile, las AFPs, como principales actores, tienden a mantener sus inversiones a largo plazo, lo que reduce la frecuencia de las transacciones y resulta en un mercado menos líquido en comparación con los mercados desarrollados.

GRÁFICO N°6: INDICADORES MERCADO BURSÁTIL (% DEL PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a Global Financial Development Database, Banco Mundial.

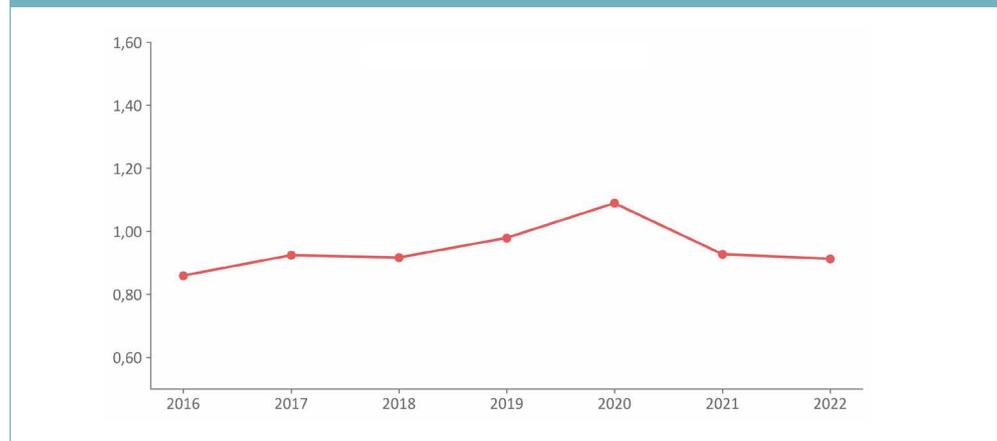
— Chile
 - - - P25-P75 Economías avanzadas

Por otro lado, el subíndice de acceso a mercados financieros, FMA, de Chile ha retrocedido ligeramente en la última década, en contraste con los países desarrollados, que han continuado mejorando, ampliando aún más la diferencia. Un reflejo de esta débil situación de nuestro país en cuanto al acceso al mercado financiero es el número de sociedades chilenas con

deuda vigente emitida a través de bonos corporativos. Como muestra el Gráfico N°7, el porcentaje de sociedades con bonos corporativos vigentes respecto al total de grandes empresas³ ha sido muy bajo y estable, situándose en torno al 1% entre 2016 y 2022.

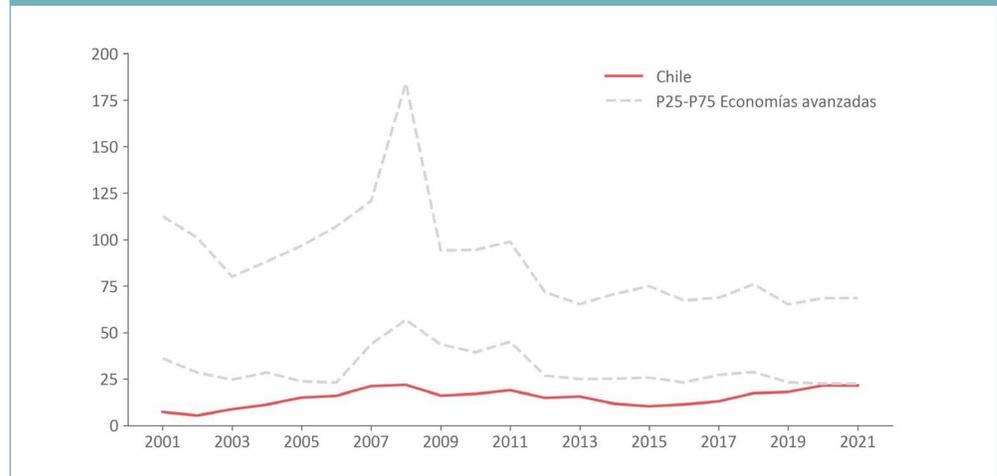
Por último, en el caso del subíndice de eficiencia, FME, se observa un lento crecimiento en Chile, muy por detrás del nivel de las economías avanzadas, lo que nos aleja aún más. La variable que explica este comportamiento, y que es la única incluida en este subíndice, es el ratio de rotación del mercado bursátil. Como se muestra en el Gráfico N°8, este ratio se encuentra en el rango inferior de las economías avanzadas, lo que nuevamente refleja la baja liquidez del mercado local.

GRÁFICO N°7: EMPRESAS CHILENAS CON DEUDA VIGENTES EN BONOS (% EMPRESA GRANDES)



Fuente: Elaboración propia en base a CMF y Servicios Impuestos Internos.

GRÁFICO N°8: ROTACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL (TOTAL ACCIONES NEGOCIADAS COMO % DE CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL)



Fuente: Elaboración propia en base a Global Financial Development Database, Banco Mundial

— Chile
- - - P25-P75 Economías avanzadas

³ Las grandes empresas consideradas son aquellas que, según la definición del Servicio de Impuestos Internos, tienen ventas anuales superiores a 100.000 UF.

CONCLUSIÓN

En conclusión, aún queda mucho por mejorar en el desarrollo de nuestro sistema financiero, particularmente en el mercado. La CMF identifica varios desafíos clave, como la necesidad de mejorar la inclusión y educación financiera en segmentos desatendidos, tales como personas fuera de la fuerza laboral, con baja escolaridad y migrantes. También es crucial avanzar en el acceso al crédito, ya que algunos grupos aún enfrentan dificultades, aunque la nueva Ley de Registro de Deuda Consolidada es un progreso, al ampliar la cobertura del sistema crediticio y ofrecer mejores condiciones de financiamiento. Asimismo, la CMF considera fundamental promover opciones de financiamiento accesibles para pequeñas empresas, fomentar la competencia en el sector financiero mediante la expansión de oferentes de crédito no bancarios, especialmente para hogares de bajos ingresos, y desarrollar capacidad interna para financiar startups, small caps y pymes, facilitando la emisión de bonos y acciones.

Desde nuestra perspectiva, también es necesario diversificar las fuentes de financiamiento del mercado de capitales para reducir su dependencia de los fondos de pensiones. Esto puede lograrse incentivando la participación de más actores a través de políticas que promuevan la inversión de otros intermediarios financieros, como los fondos mutuos, y fomentando el ahorro y la inversión de los hogares, desafíos que también plantea la CMF en su informe.





25
AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

MODIFICACIONES LEGALES

AGOSTO/SEPTIEMBRE

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

A continuación, reproducimos los informes elaborados por el estudio jurídico Fontaine & Cia. relativos a las últimas modificaciones legales, que pueden tener impactos financieros en las empresas.

ÁREA INMOBILIARIA

Informe preparado por Martín Valenzuela y María José Álvarez

Circular DDU 501 regula exigencias medioambientales de la DOM

La División de Desarrollo Urbano del Ministerio de Vivienda y Urbanismo dictó la Circular DDU 501, instruyendo que “, en materia ambiental, lo único que puede exigir la Dirección de Obras Municipales (DOM) en relación con una solicitud de recepción definitiva de obras de urbanización o edificación, es la RCA favorable, pero solo cuando tenga certeza que se trata de un proyecto que debe ser sometido al SEIA, no siendo ajustado a la normativa, en ningún caso, que exija una resolución de pertinencia.”

Con lo anterior, las resoluciones que se pronuncien sobre consultas de pertinencia ambiental solo servirán a las DOM para determinar si el proyecto particular cuya recepción se solicite, corresponde o no a aquellos enumerados en el art. 10 de la ley 19.300 de la LBPA.

Será relevante revisar la aplicación práctica de la instrucción impartida por la DDU en el futuro ya que, en los hechos, si en la revisión del expediente de la recepción definitiva de obras que ingresen los interesados, las DOM tuviesen “dudas fundadas” en relación al ingreso del proyecto al SEIA, deberán remitir los antecedentes necesarios al SEA y a la SMA, en caso de que corresponda, para que definan si el proyecto debe o no ser objeto de una evaluación de impacto ambiental.

Sin perjuicio de lo anterior, nos parece positivo eliminar un antecedente que de conformidad a lo dispuesto en el artículo 1.4.2 de la Ordenanza General de Urbanismo y Construcciones, nunca debió solicitarse como requisito previo para la obtención de una recepción definitiva de obras de urbanización o edificación.

De esta forma, creemos que la circular avanza en la línea correcta, principalmente porque que se ha vuelto una práctica habitual que las DOM exijan antecedentes adicionales a los exigidos por ley para la obtención de permisos, recepciones, anteproyectos, entre otras solicitudes.

Frente a lo anterior, los particulares se ven enfrentados a dos opciones. La primera, acompañar los antecedentes que, según el criterio de la DOM pertinente, resulten necesarios para la obtención de la autorización respectiva, o la segunda, recurrir a la vía administrativa para obtener una resolución ajustada a derecho.

En caso de optar por la segunda alternativa, y sin entrar en el análisis de las funciones interpretativas de uno u otro organismo, los particulares normalmente recurrirán ante la

SEREMI Minvu que corresponda, en el ejercicio de la atribución establecida en el artículo 12 de la LGUC, por estimar que la resolución de la DOM fue dictada en contravención a las disposiciones legales, reglamentarias, administrativas y/o técnicas sobre construcción y urbanización, y/o ante la CGR, para que esta última ejerza su potestad dictaminadora para ejercer el control de legalidad del administrativo.

A pesar de la existencia de los procedimientos administrativos antes señalados, considerando los plazos que demora la administración en resolver las reclamaciones, es usual que los interesados opten por acompañar los antecedentes que les solicite la DOM respectiva, a pesar de que excedan los requisitos exigidos por ley para la obtención de las autorizaciones respectivas en las DOM.

Por otra parte, en lo que concierne a acciones judiciales que han interpuesto particulares para la protección de sus derechos frente actuaciones ilegales y arbitrarias en las que a veces incurren las autoridades municipales, la sentencia dictada el pasado 11 de junio por el 4° Juzgado Civil de Santiago (ROL C-5078-2021), sin perjuicio de no encontrarse firme por existir recursos interpuestos en su contra, constituye un buen precedente para el mercado inmobiliario en donde los administrados requieren certezas para la inversión en este tipo de proyectos. Dicha sentencia acogió una demanda de indemnización de perjuicios por responsabilidad por falta de servicio contra la Municipalidad de Las Condes y condena a esta última al pago de una suma de alrededor de \$9.400 millones de pesos.

Cabe recordar que dicho monto constituye una evaluación de los perjuicios que significaron para la Inmobiliaria las sucesivas paralizaciones ordenadas por el entonces Jefe Comunal y la Dirección de Obras Municipales, por un plazo superior a 300 días, todas ellas de carácter ilegal y arbitrario, como establecieron nuestros Tribunales Superiores de Justicia.

ÁREA LABORAL

Informe preparado por Rodrigo Palacios y Diego Marín

Ley N°21.690: Modificaciones al Código del Trabajo en Materia de Inclusión Laboral

El día 24 de agosto se publicó en el Diario Oficial la Ley n°21.690, que introduce modificaciones respecto a la inclusión laboral de personas con discapacidad y asignatarias de pensión de invalidez. Dentro de las principales novedades de esta Ley, cabe destacar:

1. Aumento del porcentaje de inclusión laboral para aquellas empresas que mantengan contratados a 100 o más trabajadores, elevándolo a un 2%.
2. Las empresas deberán hacer los ajustes necesarios en los procesos de selección y reclutamiento para facilitar la inclusión de personas con discapacidad. Esto implica implementar un protocolo de accesibilidad y tomar las medidas para evitar discriminación.
3. Se establecen sanciones para aquellas empresas que no cumplan con las obligaciones de inclusión laboral, las que pueden ser desde 20 UTM para las medianas empresas, hasta 30 UTM para las grandes empresas. Las multas serán aplicadas por cada mes en que permaneció la infracción, y respecto de cada persona que debió de ser contratada.
4. Para los casos en que la Dirección del Trabajo rechace los fundamentos invocados para el cumplimiento alternativo, se aplicarán las sanciones referidas en el número anterior.

5. Se modifica el Estatuto Administrativo para garantizar la inclusión laboral también en el sector público.
6. Se impone a la Dirección del Trabajo la obligación de mantener un reporte estadístico sobre la inclusión laboral de personas con discapacidad y/o asignatarias de pensión de invalidez.

Si bien esta nueva normativa comenzó a regir desde el pasado 24 de agosto, en lo que respecta al nuevo porcentaje de personas con discapacidad que deben contratar las empresas con 100 o más trabajadores, esta obligación nacerá a partir del 1° de enero del año siguiente al envío de un informe de los Ministerios del Trabajo y Previsión Social, Desarrollo Social y Familia, y de Hacienda que acredite el cumplimiento de la cuota del 1% en el 80% de las empresas e instituciones obligadas.

ÁREA LABORAL

Informe preparado por Rodrigo Palacios, Diego Marín, Georgo Pefttoulglou y Matías Von Der Hundt

Aumento de denuncias por Ley Karin hace urgente la implementación de un Protocolo adecuado

De acuerdo a la información proporcionada por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS), desde que entró en vigencia la ley 21.643 - denominada Ley Karin -, el 1° de agosto de 2024, han habido cerca de 2.000 denuncias de trabajadores, la mayoría de ellos por acoso laboral, lo que es un aumento muy significativo respecto al año 2023, en el cual hubo un total de 2.234 denuncias*.

Esta mayor cantidad de denuncias se debe, en gran medida, a los cambios que introdujo la Ley Karin que establece, entre otras disposiciones, que para que exista acoso laboral basta una sola conducta y no se exige que sea reiterada como era antes de la nueva ley.

Para afrontar debidamente estas situaciones, evitar responsabilidades legales, pago de indemnizaciones y multas, toda empresa debe elaborar, implementar y dar conocer a sus trabajadores un protocolo de prevención del acoso sexual, laboral y violencia en el trabajo. Además, el empleador tiene que implementar un procedimiento de investigación y sanción, conjuntamente con incorporar dichos procedimientos en el Reglamento Interno, dar a conocer el canal de denuncias, capacitar personal, y otras obligaciones.



25 AÑOS

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
SEPTIEMBRE

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

A large, stylized green outline of an open book with horizontal lines representing text on the pages and a bookmark at the bottom.

**BOOK
REVIEW**

“PIÉNSALO OTRA VEZ. EL PODER DE SABER LO QUE NO SABES”

ADAM GRANT

Ángel Soto, *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de los Andes – Chile*

BOOK REVIEW

“C uando la gente piensa en los requisitos necesarios para disponer de una buena fortaleza mental, la primera idea que se viene a la cabeza tiene que ver con la inteligencia”. Se cree que a mayor inteligencia, mayor capacidad de resolver problemas complejos. Sin embargo, esa capacidad no siempre es suficiente e incluso puede llevarnos a un error. ¿Quién no conoce a alguien muy brillante que tomó una mala decisión?

El psicólogo organizacional y profesor de Wharton School of the University of Pennsylvania, Adam Grant dice que hay otra “capacidad cognitiva” que puede ser más importante: “la de reconsiderar las cosas y olvidar lo aprendido”.

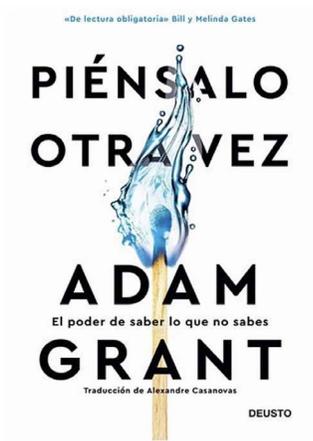
Al conformar equipos de trabajo o ante las dudas ¿cuántas veces nos rodeamos de conocidos y preferimos escuchar lo que nos hace sentir cómodo y cercano, en vez de aquello que nos hace reflexionar e incluso cuestionar “nuestra certeza”?

El libro *Piénsalo otra vez*, es una invitación a reconsiderar las cosas y olvidar lo aprendido. En un mundo cambiante donde las realidades se transforman, nuestra forma de pensar debiera adaptarse y transformarse hacia una flexibilidad mental. Nos aferramos a suposiciones, instintos, pensamiento y hábitos, pero ¿cuánta disponibilidad hay para abrir la mente?

Grant cuenta su experiencia como profesor en Wharton y como a partir de datos y pruebas reales en empresas como Google, Pixar, la Fundación Gates y otras lo han requerido “para reexaminar la manera de diseñar nuevos puestos de trabajo”, equipos creativos y configurar una cultura colaborativa.

Reconocer nuestras limitaciones, cuestionar nuestros conocimientos, abandonar el exceso de confianza y sentir mayor curiosidad, nos conduce a nuevos descubrimientos en los cuales debe primar un pensamiento humilde.

El capítulo 3: “El placer de equivocarse. La emoción de no creerte todo lo que piensas”, nos hace repensar ese “dictador interno” que tenemos y a estar más dispuesto a escuchar y criticar. En un equipo de trabajo esto es fundamental, como así también tener presente que la “tensión es intelectual, no emocional” y la discusión no debe ser personal. Escuchar bien, demostrar interés por lo que importa a los demás, más que juzgar o validar nuestra opinión. El libro que recomendamos nos entrega una serie de acciones para el cambio que permiten avanzar y poner en práctica una habilidad cada vez más importante, especialmente en los equipos de alta dirección.



DIRECTORA

María Cecilia Cifuentes,

Magíster en Economía, Pontificia
Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía,
Pontificia Universidad Católica de Chile

mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

INVESTIGADORA

María José Castro Díaz,

Magíster en Economía, Universidad
de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía,
Universidad de Chile

mjcastro.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

CE F ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO
N° 82

2024
SEPTIEMBRE