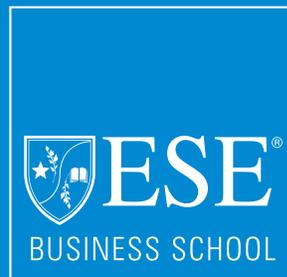


CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 2 / JUNIO 2017



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA

**IPOM DE JUNIO: UN PEOR
2017, COMPENSADO POR UN
REPUNTE EN 2018**

BANCA

**IEF RESALTA RIESGOS
DE AUMENTO DE NO
PAGO**

PENSIONES

**RENTABILIDAD Y
PENSIONES**

FONDOS MUTUOS

**EL DESAFÍO DE
UNA MAYOR
PARTICIPACIÓN**

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES

**LA SITUACIÓN
FISCAL DEL PRÓXIMO
GOBIERNO**

**NUEVA
NORMATIVA
FINANCIERA**





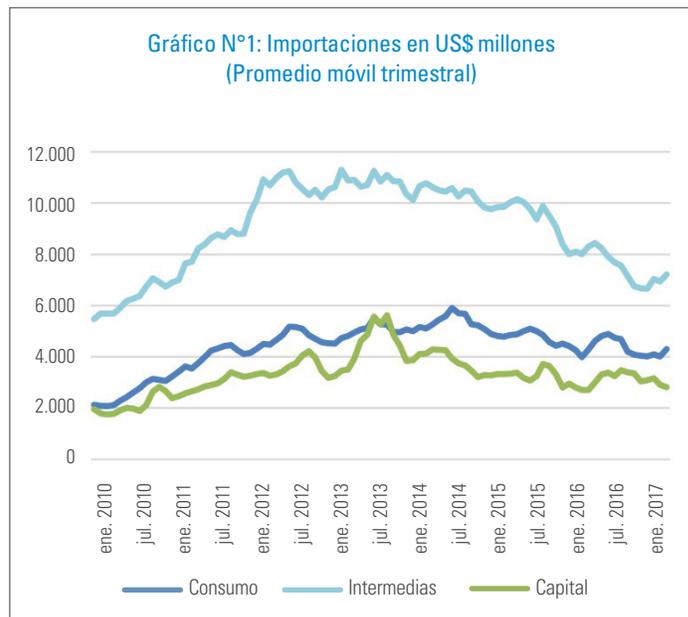
IPoM DE JUNIO: UN PEOR 2017, COMPENSADO POR UN REPUNTE EN 2018

Sin grandes novedades nos presentó su último IPoM el Banco Central, con un escenario externo que mejora en forma marginal respecto a lo estimado hace tres meses, mientras empeoran las estimaciones para la economía chilena en 2017. Esta diferencia entre la situación global y lo observado en el país resalta la importancia de factores internos en la explicación del deterioro de la economía local. Esto, más allá de factores puntuales tales como la huelga de Escondida, que podrían ser menos puntuales de lo esperado si como consecuencia de la nueva legislación laboral este tipo de huelgas más prolongadas empiezan a ser más habituales.

En línea con las expectativas del mercado, el Banco Central redujo el rango estimado del crecimiento del PIB cortando el extremo superior; es decir de una estimación entre 1% y 2% en marzo, se baja a un rango entre 1% y 1,75%. Empeora también la estimación para la inversión, de un crecimiento de 0,2% estimado en marzo a una caída de 0,9%, con lo que se lograría el récord de cuatro años seguidos de contracción en la inversión.

La buena noticia del IPoM fue que mejoraron las estimaciones de crecimiento para 2018, a pesar de que se mantuvieron los supuestos para el escenario internacional del año próximo, los que en todo caso apuntan a un mundo más dinámico el próximo año que este. De una estimación para el PIB en marzo entre 2,25% y 3,25%, se sube ahora a 2,5% - 3,5%. Surge entonces la pregunta ¿es ese un escenario factible? Mirando los fundamentos, debería ser; un mundo creciendo en forma satisfactoria, mejoría de términos de intercambio durante este año, tasas de interés externas que se mantienen muy bajas, y una política monetaria interna muy expansiva, con una reducción de la TPM de un punto porcentual en lo que va del año. Esta vez entonces sí podemos decir con algún grado de seguridad que en adelante el crecimiento mostrará una tendencia al alza, a no ser que la política interna o la geopolítica mundial nos traigan malas noticias inesperadas.

Este repunte de actividad empieza a verse en el comportamiento de las importaciones, especialmente en las de bienes de consumo durables. Es así como el ingreso de estos bienes lleva varios meses con crecimientos de dos dígitos (explicados principalmente por automóviles, electrodomésticos y vestuario). Las importaciones de bienes intermedios también empiezan a mostrar mayor dinamismo, mientras que las de bienes de capital aún permanecen en terreno negativo.



Fuente: Banco Central

Al buen comportamiento de las importaciones de bienes de consumo sigue contribuyendo el ingreso de turistas extranjeros, principalmente argentinos. En los cuatro primeros meses, de acuerdo a cifras de la Subsecretaría de Turismo, el ingreso de extranjeros aumentó un 20%. El 80% de este crecimiento es explicado por turistas del país vecino, por lo que las cifras relativamente favorables del comercio parecen tener un componente externo.

En definitiva, Chile podría crecer un 3% o más en 2018, siempre y cuando el escenario político interno nos acompañe. Eso significa recuperar un entorno en que las decisiones políticas se toman con un sustento técnico serio y buscando los consensos más amplios posibles. No es posible revertir en el corto plazo los errores de política económica de los últimos años, pero sí podría ser factible ir haciendo las correcciones que parezcan más evidentes. Probablemente, la sola expectativa de que se retomará la senda de los consensos y de la seriedad técnica, sería suficiente para revertir el negativo cuadro de la inversión. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos, sobre todo cuando algunos sectores políticos, aun reconociendo en su discurso la importancia del crecimiento económico, señalan la necesidad de profundizar el camino de estos cuatro años, no obstante que la evidencia muestre que ambas cosas son incompatibles.

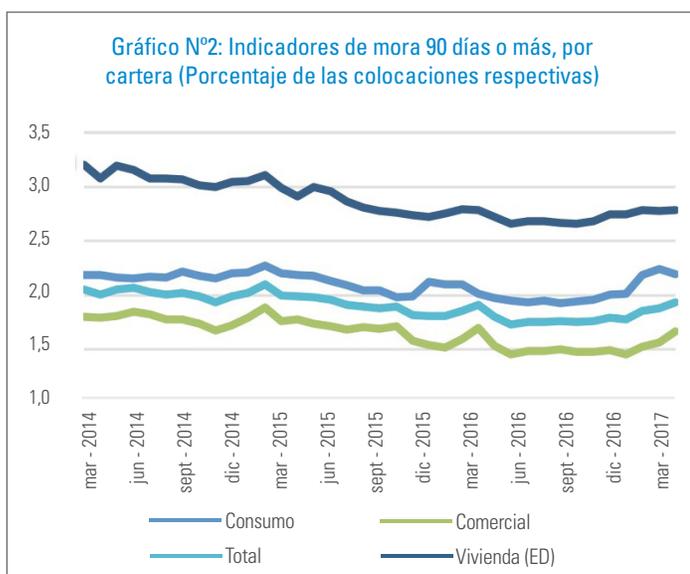
En definitiva, los escenarios de riesgo están fuertemente determinados por la política, no por la economía, ya que efectivamente los fundamentos macro no son el problema.

IEF RESALTA RIESGOS DE AUMENTO DE NO PAGO

El Informe de Estabilidad Financiera resalta riesgos de aumento en la mora de los créditos. Si bien el índice de deuda en mora de 1,66% permanece en niveles bajos comparado con series históricas, los últimos meses estarían mostrando un aumento incipiente, principalmente en segmentos socio-económicos bajos y medios golpeados por el menor dinamismo del empleo.

La actividad bancaria está altamente correlacionada con la actividad económica, especialmente las colocaciones. Lamentablemente durante los últimos meses la actividad económica ha sido menor a lo proyectado (datos de IMACEC de -1,4%, 0,3% y 0,1% en febrero, marzo y abril respectivamente). Más allá de efectos puntuales tales como la huelga de Escondida, estos resultados empiezan a encender luces de alerta para el sistema financiero. Por lo mismo no es sorpresa que el Banco Central, en su mandato por cuidar la estabilidad del sistema de pagos, esté monitoreando de manera cuidadosa y permanente la situación de la banca.

En el recientemente publicado IEF, el Banco Central hace hincapié en riesgos de aumento de mora en los créditos, advertencia que se repite en el IPoM (ver Gráfico N°2). Según el informe, si bien el índice de mora de 90 días o más de 1,66% está dentro del rango esperado, se observa un aumento marginal en los últimos meses. Esta señal unida a la situación del empleo y el menor dinamismo económico, nos hace suponer que la mora en el sistema bancario debería aumentar de en el futuro. Se justifica un seguimiento acabado de estas cifras.

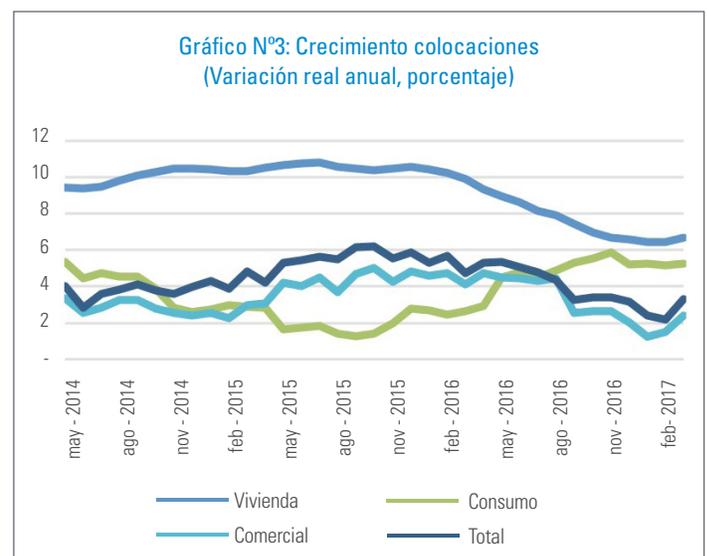


Fuente: Gráfico IV.3 IEF junio 2016

Más allá de estas señales de alerta, la actividad de la Banca ha mostrado una resiliencia superior a lo que analistas del mercado previeron frente al enfriamiento de la economía. Parte de esta resiliencia viene explicada por el dinamismo de las colocaciones de consumo y vivienda orientadas a los hogares, ello a pesar de las cifras de empleo y salarios estables o incluso exigidas (Gráfico 3).

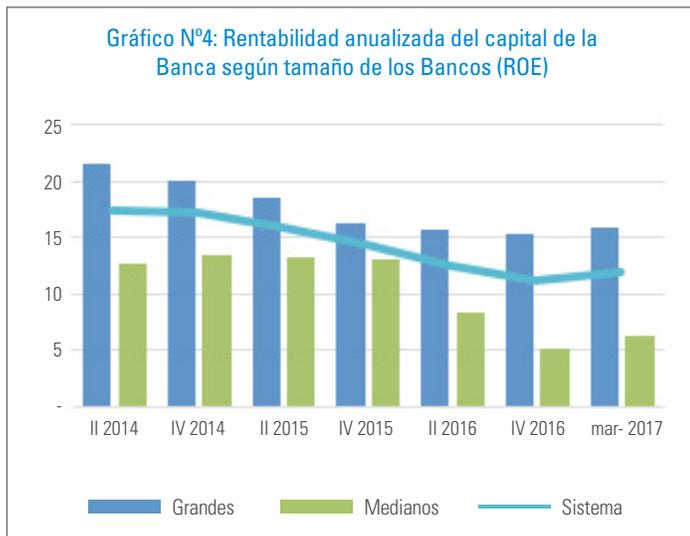
Los ejecutivos de la banca probablemente han notado esta dicotomía entre las colocaciones de consumo e hipotecarias y las cifras macro de actividad, restringiendo el acceso al crédito. Por lo mismo, no resulta sorprendente que la encuesta de Crédito Bancario (ECB) muestre que una reducción de los créditos de consumo y vivienda debido principalmente a factores de oferta (mayores exigencias para acceder al crédito de consumo y mayor pie para créditos hipotecarios).

Este último factor de oferta podría explicar el menor dinamismo de las colocaciones a pesar de las condiciones extremadamente favorables para el crédito, con tasas históricamente bajas según cualquier medida que se utilice.



Fuente: Gráfico IV.1 IEF junio 2016

Una preocupación relacionada al aumento de la mora y el menor dinamismo económico, es su impacto en la solvencia de los Bancos. Según stress tests del Banco Central, hoy día hay una mayor debilidad en el sistema que hace 5 años. Frente a escenarios extremos, el índice de adecuación de capital cae por debajo del 10% exigido para 49,9% de los bancos, comparado con un 99,2% de hace sólo 5 años.



Fuente: Tabla IV.1 IEF junio 2016

Con todo, estos escenarios no incorporan los nuevos requerimientos de capital del proyecto de Ley recientemente ingresado ni tampoco -al menos no explícitamente- la posibilidad de recapitalizar la utilidad de los bancos, medida que por lo demás Basilea III establece como obligatoria a través de los buffer de conservación.

Bajo este escenario, se hace necesario como medida adicional para monitorear la salud del sector financiero, mirar la utilidad de los bancos (Gráfico N°4). Al menos en este sentido todo apunta a que si bien podría tomar algún plazo adecuar el capital bancario a las nuevas exigencias -y existen diferencias notables entre distintos bancos-, no debiese haber grandes inconvenientes para mejorar. Aunque ello depende de que la rentabilidad de la banca no continúe disminuyendo, lo que podría ser complejo en un escenario de estrés (y en cualquier caso, sería a costa de menores dividendos para sus accionistas).

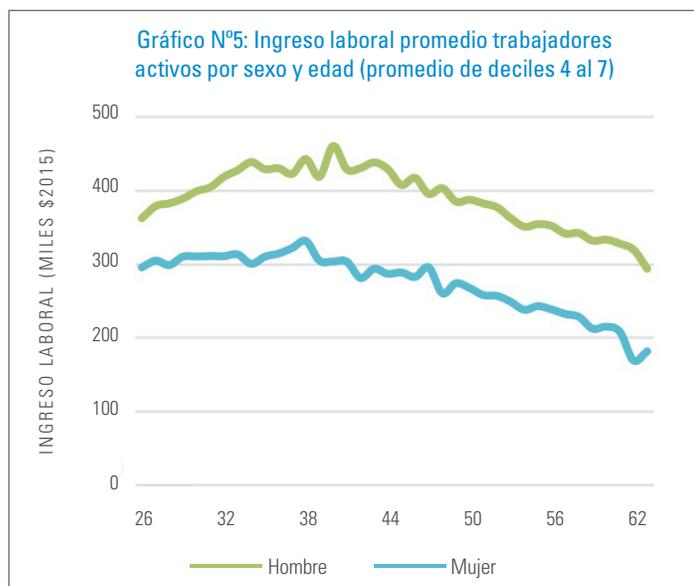
¹ Nueva exigencia de capital contra-cíclico adicional al capital básico y que se financia con utilidades (colchón contra-cíclicos).



RENTABILIDAD Y PENSIONES

Mucho se ha discutido de la forma en que se pueden mejorar las pensiones. Se habla de subsidios, seguros para lagunas, aumentar las cotizaciones y muchos otros. De todas estas medidas, la única realmente bajo control de las AFPs es la rentabilidad.

Para tener una idea aproximada del impacto de la rentabilidad en las pensiones, imagínense que se congelaran los sueldos y que una persona de 25 años ganara, hasta su jubilación a los 65 años, el promedio que indica la CASEN para gente de dicha edad (generando una estructura de sueldo a lo largo de la vida similar a la presentada en el Gráfico N°5)².



Fuente: Elaboración propia a partir de Casen 2015

Asumiendo que las personas cotizan un 10% de su sueldo, que aportan sólo 10 meses al año (implica lagunas previsionales de 16% en la vida laboral) y que trabajan hasta los 65 años, la jubilación esperada y la tasa de reemplazo -calculada sobre el sueldo promedio de toda la vida laboral- dan los valores de la Tabla 1.

Tabla 1: Pensión esperada y tasa de reemplazo a los 65 años para distintas rentabilidades de activos

	Pensión Mensual (Ch\$) y Tasa Reemplazo			
	Hombre		Mujer	
	7%	\$566.239	146%	\$419.175
6%	\$399.237	103%	\$293.842	107%
5%	\$281.662	72%	\$206.041	75%
4%	\$198.930	51%	\$144.587	53%
3%	\$140.723	36%	\$101.593	37%

Supuestos: cotización 10%, 10 cotizaciones por año (lagunas laborales de 2 meses por año), esperanza de vida 90 años, tasa interés constante; tasa reemplazo sobre sueldo promedio de toda la vida laboral.

Fuente: Elaboración propia

Es decir, un 1% más de rentabilidad en el largo plazo se traduce en más de un 40% de pensión adicional. Es la magia del interés compuesto, por lo que no debe perderse de vista la importancia de una rentabilidad alta y consistente en el tiempo, como asimismo el impacto de cotizar desde temprano. Esto más allá de discusiones respecto de la forma de calcular la tasa de reemplazo o de la estructura de sueldos a lo largo de la vida laboral (que cabe mencionar, es una discusión interesante en sí misma y justifica un artículo independiente)³.

Para lograr esta rentabilidad, las AFPs invierten los fondos de pensiones en distintos instrumentos financieros. A pesar de la creencia popular que las AFPs deciden libremente dónde invertir y que por lo tanto son responsables de la totalidad de los resultados de dichas inversiones, la verdad es que el regulador restringe de manera relevante el tipo de instrumentos, la participación máxima y la diversificación que pueden lograr. Esto para evitar conflictos de interés y garantizar niveles mínimos de riesgo para el afiliado.

A pesar de estas restricciones, las AFP tienen grados de libertad relevantes a la hora de decidir en qué invertir. Es así como las carteras de inversión por tipo de instrumento, sector productivo y lugar geográfico muestran variaciones importantes a lo largo del tiempo (Gráficos N°6 y N°7).

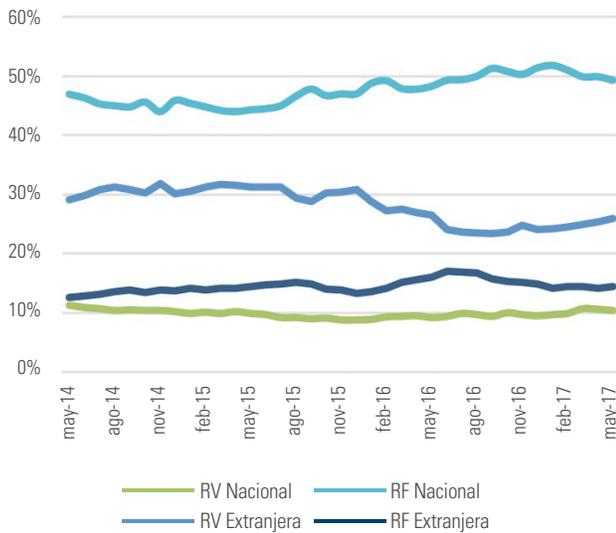
² Difiere de estructuras "normales" y equivale a una mirada pesimista de la economía, pues no permite ni reconoce mejoras de cohortes más jóvenes.

³ La metodología seleccionada genera una sobre-representación de cotizaciones en edad temprana.



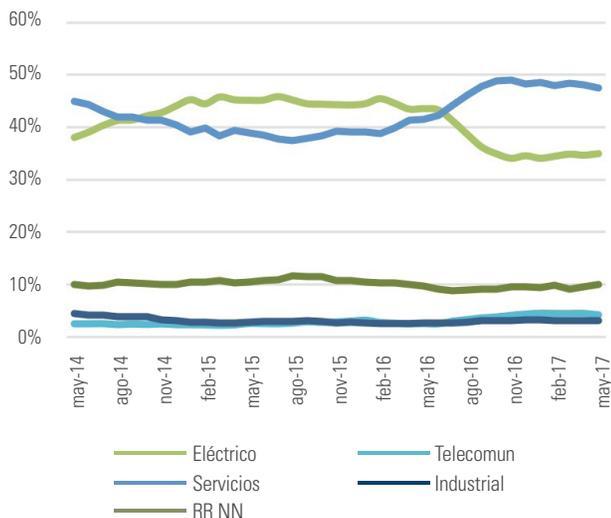
PENSIONES

Gráfico N°6: Porcentaje de la cartera de inversión por tipo de instrumentos sistema



Fuente: Elaboración propia a partir de datos SP 2017

Gráfico N°7: Porcentaje de la cartera de inversión en renta variable nacional fondo A por sector



Fuente: Elaboración propia a partir de datos SP 2017

Fruto de estas estrategias de inversión y de mejoras en los mercados locales y globales, los fondos de pensiones han logrado recuperar sus tasas de rentabilidad, llegando incluso al 12,4% real (para el fondo A). Esto unido a expectativas de normalización de tasas globales, descomprimen parcialmente la presión sobre el sistema (Gráfico N°8).

Es fundamental para mejorar las pensiones, mantener esta buena senda y volver a fijar el foco en la capacidad de administración de las AFPs (sin perder de vista la importancia de los montos cotizados y mejoras en el mercado laboral).

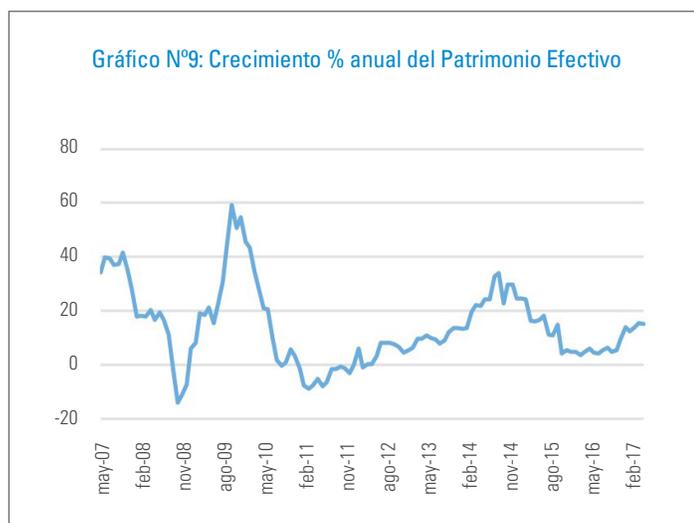
Gráfico N°8: Rentabilidad real en 12 meses promedio sistema de pensiones por tipo de fondo



Fuente: Elaboración propia a partir de datos SP 2017

EL DESAFÍO DE UNA MAYOR PARTICIPACIÓN

El Gráfico N°9 muestra la tasa de crecimiento anual del patrimonio efectivo promedio en los últimos diez años. Desde inicios de 2012 el patrimonio ha venido creciendo a tasas positivas. Si bien el crecimiento cayó desde mediados de 2014, ha repuntado con fuerza desde finales de 2016. Esto puede deberse a mayores tasas de rentabilidad o a mayores aportes de los ahorrantes.

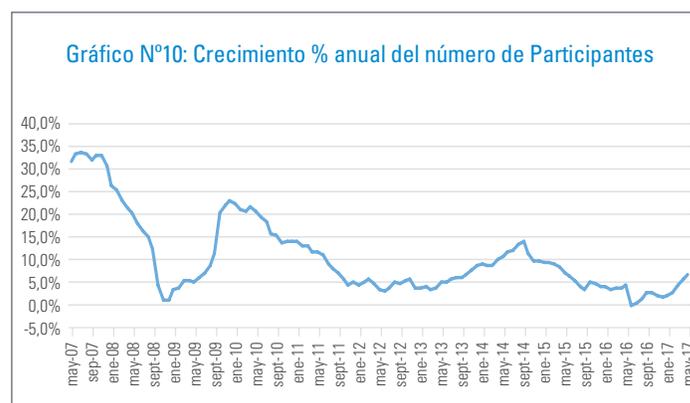


Fuente: Asociación de Administradores de Fondos Mutuos

Si bien la industria ha mostrado estos logros, un desafío ineludible es lograr aumentar la tasa de participación, es decir, buscar que mayor cantidad de personas puedan participar de los beneficios de estos vehículos de inversión. En este informe intentaremos dar una muy breve mirada a esta realidad.

Medir cuánta gente tiene dinero en fondos mutuos no es una tarea fácil, puesto que no hay datos públicamente disponibles. La Asociación de Administradores de Fondos Mutuos (AAFMM) publica mensualmente el número de partícipes de la industria. Al 31 de mayo de 2017, se reportan 2.307.668 participantes (sin contar inversionistas institucionales), aunque esta cifra contabiliza en forma repetida a aquellos partícipes con cuotas en más de un fondo mutuo.

A falta de mejores datos, analizamos la evolución de esta variable en los últimos diez años, conscientes de que no representa exactamente el número de personas (naturales y jurídicas) que invierten en esta industria. El Gráfico N°10 muestra el crecimiento anual desde mayo de 2007 hasta mayo de 2017.

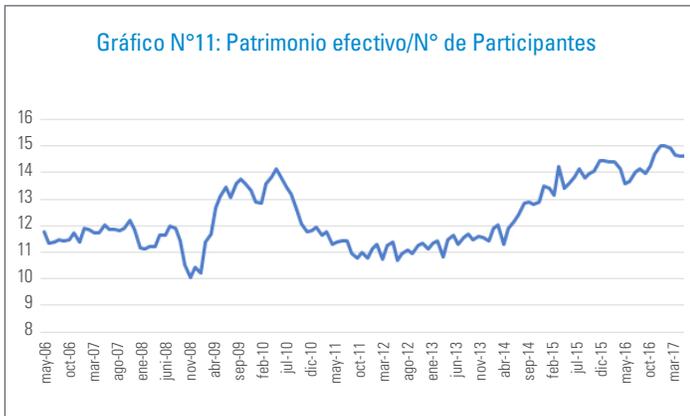


Nota: el cálculo del total de participantes excluye los inversionistas institucionales

Fuente: Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos

Si bien se observan tasas de crecimiento positivas en prácticamente todo el periodo (la única excepción es junio de 2016, donde hubo una variación de -0,1%), se identifican tres grandes periodos de desaceleración. El primero ocurrió entre mediados de 2007 y mediados de 2008, debido a la crisis financiera. El segundo va desde finales de 2009 hasta marzo de 2013 y el tercero desde junio de 2014 hasta aproximadamente mediados de 2016. Despejando estas variaciones cíclicas, es posible identificar una clara tendencia a la baja. Si bien es cierto que a medida que la industria crece es razonable encontrar tasas de crecimiento sucesivamente más bajas, el nivel de participantes es aún limitado como para que esta sea la explicación. En nuestra opinión, las bajas tasas de crecimiento en el Gráfico N°10 muestran que la industria aún debe hacer un esfuerzo por lograr una mayor base de participación.

El Gráfico N°11 muestra la evolución del indicador de Patrimonio efectivo (medido en millones) sobre el total de participantes del Gráfico N°10. La buena noticia es que se observa una clara tendencia creciente desde principios de 2011. En esto puede haber dos efectos combinados: uno por mayor rentabilidad conseguida por los administradores de fondos, y otro por mayor monto en los aportes de los inversionistas. Esto último mostraría un mayor atractivo de estos instrumentos de inversión y una mayor confianza en ellos.



Fuente: Asociación de Administradores de Fondos Mutuos

¿Qué se puede hacer para conseguir mayores tasas de participación del público? Este es un desafío que involucra tanto a la industria como a las instituciones públicas. Por el lado de los privados, resulta necesario que el costo de los fondos mutuos baje. Si se comparan las comisiones cobradas en otras industrias del sector financiero, las de fondos mutuos están en el rango superior, aunque la comparación debe considerar también la permanencia promedio de los aportes.

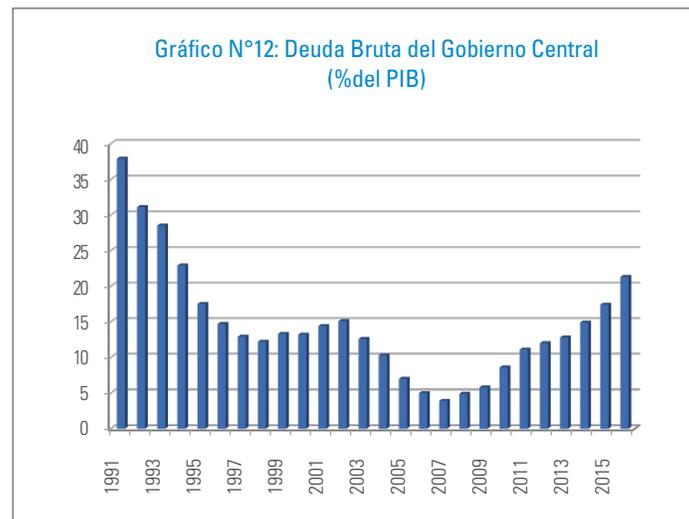
Por el lado público, es necesario seguir impulsando una regulación flexible que permita la profundización de los mercados, y que vaya de la mano de más transparencia. También este tema se enmarca dentro del desafío país de mejorar los niveles de educación financiera. Individuos con mayor sofisticación en este ámbito permitirán hacer crecer la base de la población que participa en la industria de fondos mutuos.



LA SITUACIÓN FISCAL DEL PRÓXIMO GOBIERNO

El propósito de un gobierno, trabajar por el bien común, tiene como una de sus restricciones principales los recursos fiscales con que contará, que deben ser suficientes para financiar nuevos compromisos, pero también para financiar los compromisos que hayan adquirido los gobiernos anteriores, ya que es usual que éstos involucren recursos que son crecientes en el tiempo.

Es así como el próximo gobierno en nuestro país se ve enfrentado a restricciones fiscales mucho más profundas de lo que enfrentaron gobiernos anteriores, y de hecho, con supuestos razonables, ni siquiera existen los recursos para financiar los compromisos que ya son Ley de la República, lo que genera la necesidad de hacer recortes de gasto o buscar nuevas fuentes de recursos. Continuar al ritmo de aumento de la deuda fiscal registrado en estos años sería una irresponsabilidad grave, cuyo costo futuro supera con creces al beneficio de corto plazo. El Gráfico N°12 muestra el comportamiento de la deuda bruta del gobierno central, como porcentaje del PIB.



Fuente: DIPRES

Chile cuenta desde hace varios años con la categoría de *Investment Grade* por parte de las principales clasificadoras de riesgo del mundo. Se compara favorablemente en esta nota incluso con países de mayor nivel de ingreso, y con una canasta exportadora más diversificada que la nuestra. Esta positiva evaluación ha sido posible producto de la responsabilidad y sostenibilidad fiscal mantenida por más de 30 años, pero que se ha deteriorado a gran velocidad en los últimos tres. Si bien el nivel de deuda neta soberana es aún muy bajo en comparaciones internacionales, es ese reducido nivel lo que nos permite la favorable clasificación. Esta no es sostenible si se deteriora el principal activo que la sostiene.

La positiva clasificación soberana no sólo permite al fisco financiarse a un costo reducido, y de esta forma liberar recursos para necesidades sociales, sino que además se transmite a todo el sistema financiero, posibilitando el acceso a crédito a sectores de bajos ingresos a un costo razonable. Es evidente la ventaja que tiene nuestro país en este ámbito en comparación con países vecinos.



El siguiente cuadro, obtenido del Informe de Finanzas Públicas 2017, muestra las estimaciones de la Dirección de Presupuestos sobre las holguras fiscales para el período 2018-2020:

Cuadro N°1: Balances del Gobierno Central (\$ millones de 2017 y % del PIB)			
	2018	2019	2020
Supuestos			
Crecimiento PIB efectivo (%)	3,25	3,25	3,50
Crecimiento PIB tendencia (%)	3,0	3,0	3,0
Crecimiento demanda interna (%)	4,0	4,6	4,5
Precio del Cobre de Tendencia (US\$ / libra)	2,56	2,56	2,56
Meta BCA como % del PIB	-1,3	-1,0	-0,8
Balance Efectivo compatible con meta (% del PIB)	-2,8	-2,1	-1,5
Ingresos Estructurales	42.042.046	43.304.018	44.510.643
Ingresos Efectivos	39.353.970	41.261.821	43.020.044
Gastos Compatibles con meta	44.282.276	45.159.847	45.958.018
Gastos Comprometidos	44.541.857	45.573.698	46.459.934
Resultado Estructural	-2.240.230	-1.855.829	-1.447.375
Resultado Efectivo	-4.928.306	-3.898.026	-2.937.974
Holgura de Gastos	-259.581	-413.851	-501.916
Holgura de Gastos (us\$ millones)	-371	-591	-717

Fuente: DIPRES

El cuadro muestra una situación muy preocupante, y además inédita desde que se elabora la proyección financiera del sector público, como parte del proceso presupuestario, ya que los ingresos son insuficientes para financiar los gastos comprometidos, si se quiere ir reduciendo el déficit cíclicamente ajustado, es decir, las holguras son negativas, por un monto de US\$ 1.679 millones para el período 2018-2020. Para aclarar los términos, la holgura presupuestaria corresponde a la diferencia entre la estimación de ingresos cíclicamente ajustados y los gastos ya comprometidos, que incluyen la estimación del costo fiscal de los proyectos de ley en el Congreso. El cálculo de los ingresos cíclicamente ajustados se realiza con los supuestos mostrados en el cuadro.

Podemos ver que con estos supuestos, que parecen tener un sesgo optimista, el fisco tiene una holgura negativa que podría ser incluso superior si la economía se mantiene creciendo a ritmos más cercanos a 2% que a 3%. Vemos además que la brecha negativa entre ingresos y gastos es creciente, por lo que en los años siguientes al período estimado, el problema seguiría agravándose.

¿Se podría solucionar el problema con una mejoría del escenario interno y externo?

Por el lado del crecimiento económico, y dada la metodología de cálculo, es probable que la brecha de gastos a financiar sea aún más elevada que la calculada por la DIPRES, ya que la brecha de PIB (PIB tendencia – PIB efectivo) probablemente es menor a la estimada, lo que significa menores ingresos cíclicamente ajustados. En ese sentido sólo si se logra recuperar el crecimiento de tendencia a niveles superiores a 3%, podría verse una situación menos estrecha. Por ahora, ese escenario parece poco factible.

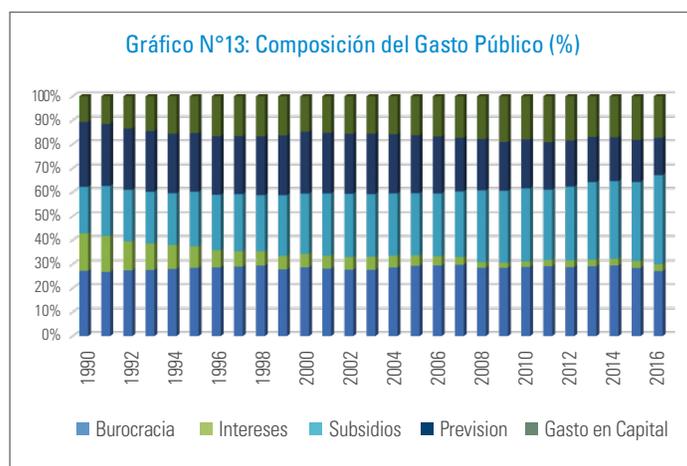
Por el lado del cobre, hemos visto en estos últimos meses una situación algo mejor, que de mantenerse, podría generar alguna holgura de ingresos. Si por ejemplo el precio se acerca a US\$ 2,70/libra, suponiendo que se mantiene la contención de los costos, el fisco podría tener ingresos adicionales por US\$ 700 millones anuales.



Considerando que respecto al PIB los supuestos parecen optimistas, pero que respecto al cobre el escenario podría ser algo mejor, podrían obtenerse ingresos adicionales de US\$ 400 millones anuales, cifra que ni siquiera es suficiente para cerrar las brechas ya existentes, lo que significa que el nuevo gobierno no podría realizar ningún proyecto que implique gasto fiscal, lo que es un punto de partida bastante complejo.

Dado que la alternativa de subir impuestos parece bastante agotada luego de la fuerte alza que aún está en curso, es interesante dar una mirada gruesa a la composición de los gastos, de tal manera de buscar posibles espacios de mayor eficiencia, que sin duda existen.

El Gráfico N°13 a continuación muestra la composición del gasto del gobierno central (no incluye municipalidades ni empresas públicas) a lo largo de las tres últimas décadas. Podemos ver que si bien el gasto en burocracia se ha mantenido relativamente estable como porcentaje del gasto total, esto puede ser considerado un mal resultado en un contexto en que el avance tecnológico ha permitido grandes mejoras en la eficiencia productiva. El aparato estatal chileno no ha tenido mejoras en este aspecto, por lo que en un contexto de gran estrechez de recursos como el actual, se hace necesario una racionalización del gasto en burocracia. De este gasto en burocracia casi el 70% corresponde al gasto en personal, por lo que una racionalización en serio requiere modificaciones en este campo. El gobierno central tenía en 2015 un total de 284.310 funcionarios públicos (incluye trabajadores a honorarios), para un gasto total en personal (en pesos de 2016) de \$ 7.482.704 millones. Esto da como resultado un gasto promedio por funcionario de \$2.193.000 mensual, lo que parece bastante elevado para la realidad de costos laborales del país. No se trata obviamente de reducir remuneraciones, pero sí de exigir que ese elevado nivel de costo laboral se compense con mayor productividad. De esta forma, si se piensa en una reducción de un 10% del número de funcionarios, el ahorro de costos que se tendría sería de algo más de US\$ 1.000 millones anuales, lo que equivale por ejemplo a tres veces los recursos que el fisco gasta en capacitación laboral. Un ahorro de este tipo permitiría también una reducción del IVA de algo más de un punto.



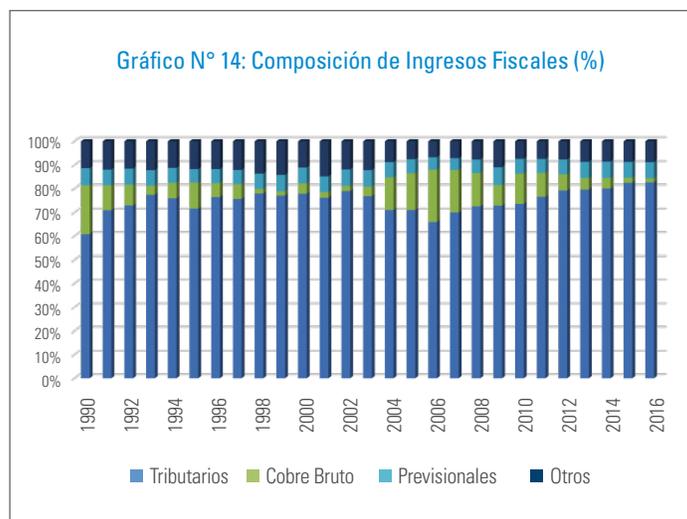
Fuente: DIPRES

Es interesante notar también que la importancia del gasto en intereses se ha reducido en forma significativa, debido al mejoramiento en años anteriores de la posición deudora fiscal. Dado que esta posición deudora se ha deteriorado en los últimos tres años, el pago de intereses ha empezado a mostrar una tendencia alcista, que absorberá recursos que antes podían destinarse a fines sociales. Es así como el pago de intereses pasó de US\$ 1.608 millones en 2015 a US\$ 1.900 millones en 2016, y seguirá subiendo hacia adelante. De hecho, durante el primer trimestre del año en curso el pago de intereses del gobierno central superó los US\$ 900 millones.

Se puede ver también que la importancia del gasto previsional se ha reducido en forma bastante significativa, lo que se explica por la disminución del gasto del antiguo sistema de reparto. Hubiera sido más razonable destinar esos recursos liberados a mejorar el pilar solidario, lo que habría atenuado el problema que se enfrenta actualmente. En un contexto de rápido envejecimiento de la población lo razonable sería que el Estado al menos mantuviera la importancia del gasto social en pensiones, y sin embargo ha caído de un 27% del total en 1990 a un 16,5% en 2016.



Por el lado de los ingresos, evidentemente son los tributos la fuente principal de ingresos para el fisco. Sin embargo, entre 2004 y 2010, coincidente con el boom de commodities, el aporte de CODELCO tuvo bastante importancia. Eso ya se revirtió totalmente, lo que explica en parte la compleja situación fiscal actual. El programa del gobierno actual supuso en forma errónea que esa bonanza era permanente.



Fuente: DIPRES

El Gráfico N°14 anterior hace evidente que son los impuestos la vía por la cual el Estado puede proveer más y mejores bienes y servicios a la población. La política social es función entonces del crecimiento de la economía, sin crecimiento no hay posibilidad de dar más beneficios. El gobierno actual subió los impuestos a las empresas, pero dado que la política tuvo un efecto negativo en el crecimiento, la recaudación ha aumentado mucho menos de lo esperado. De hecho, en los cuatro trimestres terminados en marzo pasado, la recaudación tributaria fue de un 17,1% del PIB. Esta cifra es sólo 0,4 puntos porcentuales superiores a la que se registró el año 2013, muy por debajo de las metas que se establecieron para la reforma tributaria.

Por otra parte, el espacio para nuevas alzas de impuestos parece muy reducido, considerando que luego del reciente aumento de tasa de Primera Categoría, Chile quedó con una tributación corporativa dentro de las más altas de la OCDE, y también con una participación elevada de los impuestos pagados por empresas en relación al PIB. Las alternativas disponibles son aumentos del IVA y/o un aumento de la base en el impuesto a las personas, considerando que en Chile sólo los sectores de altos ingresos pagan impuesto personal, contrario a lo observado en los países de la OCDE, que tienen en general una base mucho más amplia para el impuesto personal. Sin embargo, estas alternativas parecen políticamente muy costosas.

Conclusión

El próximo gobierno enfrentará una situación fiscal muy compleja, con ingresos insuficientes para financiar reformas ya aprobadas, y sin que tampoco haya espacio para nuevas alzas de impuestos, ya sea por su inviabilidad política, o por el efecto negativo que tendrían en el ya exiguo crecimiento de la economía. En ese sentido, parece cada vez más urgente avanzar en la reforma del Estado, de tal forma de abrir espacios de eficiencia que permitan avanzar en los desafíos sociales que enfrenta el país, y que no han recibido la prioridad necesaria en estos años.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Normativas en trámite (últimos 3 meses)			Normativas emitidas			
	Nombre	Resumen	Sujeto	Circular	Resumen	Sujeto
SBIF	Modifica el Capítulo 12-1 de la RAN	Nuevas disposiciones sobre requerimientos de capital para instrumentos derivados	Bancos			
	Créditos garantizados por el Fondo de Garantía de Infraestructura Escolar	Se actualizan las Normas contables para distinguir los créditos sujetos a estas garantías, y para calcular las provisiones correspondientes	Bancos			
SVS	Modifica NCG 417	Modifica normas relativas a la contratación del seguro de incendio y adicionales para inmuebles de establecimientos educacionales	Seguros	NCG 418	Modifica la entrada en vigencia de la NCG 414 desde el 1 de junio al 5 de junio de 2017	Seguros
	Norma que imparte instrucciones sobre políticas de gestión del reaseguro	Estas políticas deberán ser aprobadas y supervisadas por el Directorio; deberá incluir gestión de riesgos de las contrapartes; definir sistemas de control; y políticas de uso de corredores de reaseguro	Seguros	NCG 417	Establece normas relativas a la contratación del seguro de incendio y adicionales para inmuebles de establecimientos educacionales adquiridos con créditos con garantía de la Corp. de Fomento de la Prod.	Seguros
	Establece principios de conducta de mercado en entidades aseguradoras y corredores de seguros	Define cuatro principios básicos de supervisión de Conducta de Mercado; y establece la autoevaluación por parte de las aseguradoras y el envío de información a la SVS	Seguros	Circular 2223	Solicita aportes en cumplimiento del DL 1757, correspondientes a mayo 2017	Seguros
				OFC 991	Comunica tasa de interés de actualización - junio 2017	Seguros
				OFC 990	Fija el valor de la Unidad de Seguro Reajutable Trimestral que regirá en jul-ago-sep 2017	Seguros
				OFC 989	Fija la tasa de descuento que deberá ser utilizada para la valoración de los pasivos de seguros correspondiente a abril 2017 a abril 2017	Seguros
				OFC 988	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a abril 2017	Seguros
SP	NT 257	NCG que busca limitar a 13 el número de giros a financiar con la Cuenta Individual de Cesantía, cuando el saldo de ésta es elevado en relación a la remuneración promedio del beneficiado	AFC	Circular 1989	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para el periodo junio de 2017	AFP
				Circular 1987	Informa rentabilidad de la cuota de los fondos de pensiones y costo previsional	AFP
				Circular 1985	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para el periodo mayo de 2017	AFP



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección proyectos de Ley mundo financiero y económico con movimientos en el mes

	Fecha	Proyecto	Boletín	
SENADO	Votados	16-05-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica las leyes Nos 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados.	10162-05
		16-05-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica diversos cuerpos legales, para facilitar el intercambio recíproco de información con otros países.	9242-10
		03-05-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, sobre transparencia del mercado del suelo e incrementos de valor por ampliaciones del límite urbano.	10163-14
		02-05-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica la Ley General de Urbanismo y Construcciones, con el objeto de que en la publicidad de venta de bienes raíces se especifique el metraje correspondiente a terrazas, bodegas y estacionamientos.	6056-14
		02-05-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica la ley N° 19.496, que establece normas sobre protección de los derechos de los consumidores, estableciendo garantía para los bienes durables.	10452-03
		02-05-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica el decreto ley N° 3.500, de 1980, que establece Nuevo Sistema de Pensiones, con el objeto de eliminar el beneficio de que gozan las AFP en materia de intereses de las cotizaciones previsionales adeudadas.	10708-13
	Informados Comisión Hacienda	09-05-17	Primer informe de comisión en Primer trámite constitucional. Modifica las leyes N°s 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados.	10162-05
	Vistos Comisión Hacienda	06-06-17	Proyecto de ley que introduce modificaciones al marco normativo que rige las aguas en materia de fiscalización y sanciones.	8149-09
		06-06-17	Proyecto de ley que establece un nuevo gobierno corporativo de la Empresa Nacional del Petróleo.	10545-08
		06-06-17	Proyecto de ley que crea una sociedad anónima del Estado denominada "Fondo de Infraestructura S.A."	10647-09
		16-05-17	Proyecto de ley que proporciona reparación y asistencia en rehabilitación a las víctimas de explosión de minas u otros artefactos explosivos militares abandonados o sin estallar.	9109-02
02-05-17		Proyecto de ley que modifica las leyes N°s 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados.	10162-05	
CÁMARA DE DIPUTADOS	Votados	08-06-17	Modifica el decreto ley N° 3.500, de 1980, que Establece Nuevo Sistema de Pensiones, con el objeto de eliminar el beneficio de que gozan las AFP en materia de intereses de las cotizaciones previsionales adeudadas.	10708-13
		06-06-17	Modifica la ley N°19.300 de Bases Generales del Medio Ambiente, para someter el transporte, recepción, acopio y embarque de minerales al sistema de evaluación de impacto ambiental, y establece normas para el desarrollo de dichas actividades.	10629-12
		31-05-17	Modifica el Código Tributario en el sentido de facultar al Ministerio Público para querellarse por delitos tributarios.	9954-05
		17-05-17	Crea un mecanismo de estabilización del precio del cobre para la Pequeña Minería.	10995-08
		17-05-17	Aprueba el Convenio sobre el Trabajo Marítimo, 2006, adoptado el 23 de febrero de 2006, en la 94° Conferencia General de la Organización Internacional del Trabajo.	11193-10
		16-05-17	Modifica el Código Tributario con el objeto de establecer un plazo para informar al Servicio de Impuestos Internos las modificaciones importantes de los datos de la declaración de inicio de actividades.	11120-05
		11-05-17	Modifica la ley general de urbanismo y construcción con el objeto de que en la publicidad de venta de bienes raíces se especifique el metraje correspondiente a terrazas, bodegas y estacionamientos.	6056-14
		09-05-17	Crea una nueva institucionalidad del sistema estadístico nacional.	10372-03
		03-05-17	Garantiza seguridad para la integridad de los trabajadores en situaciones de emergencia.	7547-13
	Informados Comisión Hacienda	08-06-17	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Crea el Consejo Nacional y los Consejos de Pueblos Indígenas".	10526-06
		05-06-17	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Regula la elección de gobernadores regionales y realiza adecuaciones a diversos cuerpos legales".	11200-06
		17-05-17	Segundo informe de comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en Mensaje, con urgencia "Simple", que "Crea un mecanismo de estabilización del precio del cobre para la Pequeña Minería".	10995-08

DIRECTORA EJECUTIVA

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

INVESTIGADOR ASOCIADO

Juan Gabriel Fernández, Ph.D. en Economía, Universidad de Boston
jgfernandez.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Cristián Cuevas, Magister en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
ccuevas.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 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.