

CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 16 / SEPTIEMBRE 2018



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros



ACTIVIDAD ECONÓMICA
CRÓNICA DE UNA DESACELERACIÓN ANUNCIADA

BANCA
COLOCACIONES SE ACELERAN, ESPECIALMENTE EN EMPRESAS DE MENOR TAMAÑO

PENSIONES
REFORMAS AL SCOMP EN EL HORIZONTE: TRASCENDIDOS Y CONTENIDOS

MERCADO DE CAPITAL
DEBILITAMIENTO DE LAS MONEDAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

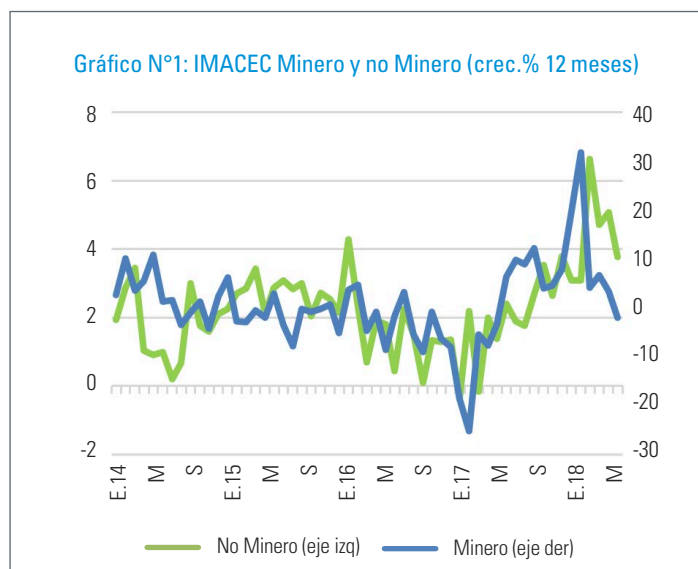
TEMA DE ANÁLISIS DEL MES
EFFECTOS DE LA REFORMA EDUCACIONAL EN LA ESTRUCTURA DE GASTO DE LAS FAMILIAS

NUEVA NORMATIVA FINANCIERA



CRÓNICA DE UNA DESACELERACIÓN ANUNCIADA

El IMACEC de julio registró un aumento en doce meses de 3,3%, que, si bien resultó algo mejor a lo esperado, se encuentra bastante por debajo del crecimiento del primer semestre, de 4,8%. El resultado no debería sorprender, por cuanto ya sabíamos que, por problemas de base de comparación, el resultado del primer semestre no podía considerarse una tendencia consolidada. De hecho, un crecimiento estimado de 4% para el año, cifra de consenso, supone implícitamente una expansión de 3,2% durante el semestre en curso, resultado en línea con el del mes de julio.

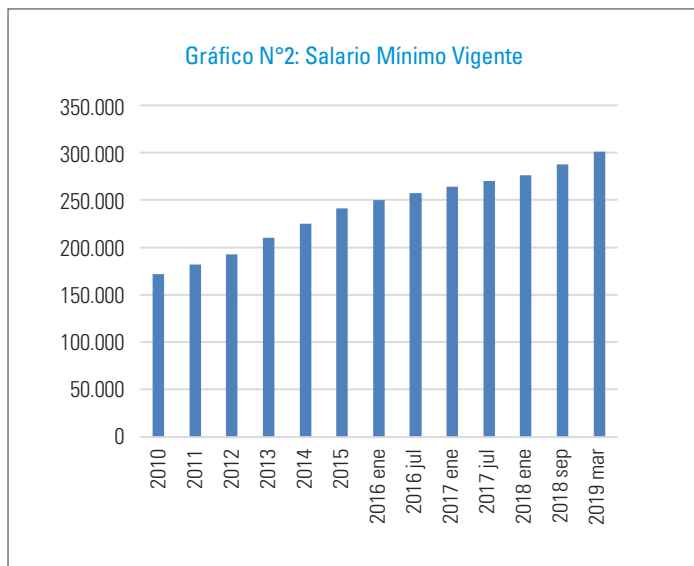
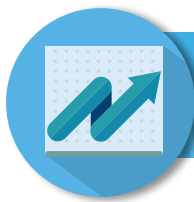


Fuente: Banco Central.

En esta moderación de la actividad empieza a influir también el comportamiento de la política fiscal. En el primer semestre el gasto del gobierno central registró un crecimiento de 5,8% real, bastante superior a la meta establecida para el año, de 4,5%. Esto significa que durante el semestre en curso el crecimiento del gasto fiscal no puede superar un 3,8% real. Concordante con esto, en julio el gasto fiscal registró una caída real en doce meses de 2,8%, que se tradujo en un crecimiento acumulado en el año de 4,5%, alineado con la meta. Esta tendencia a la moderación en el impulso fiscal debería mantenerse también el próximo año y los siguientes, para cumplir el compromiso del gobierno de ir convergiendo a un resultado fiscal estructural equilibrado. De hecho, el proyecto de Ley de Presupuestos para 2019, que se conocerá a fines del mes en curso, debería incorporar un crecimiento del gasto del gobierno central entre 3% y 3,5% real, a pesar de la mejora del precio del cobre de largo plazo y del crecimiento de tendencia de la economía. Recordemos que los Comités de Expertos respectivos, cuyas estimaciones se dieron a conocer hace unos días, subieron el precio del cobre de largo plazo de US\$ 2,77/libra a US\$ 2,98/libra y el crecimiento de tendencia de 2,6% a 2,9%.

Debido a lo anterior es que resultó un poco sorpresiva la corrección al alza en las expectativas de crecimiento contenidas en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) del Banco Central. En efecto, la estimación de crecimiento para 2018 pasó de un rango entre 3,25-3,75% en junio a 4,0-4,5% en septiembre, con un punto intermedio superior a la expectativa de crecimiento del mercado. Si bien está dentro de lo factible, el alza en la estimación parece un poco riesgosa, especialmente considerando que el escenario externo no sólo se ha deteriorado, sino que además parece más incierto que hace tres meses atrás.

Por otra parte, el clima interno se presenta más dominado por factores políticos, lo que está pasando a ser un factor negativo en términos de las expectativas. Primero, fue perjudicial el conflicto que generó el reajuste del salario mínimo, a pesar de que las alzas incorporadas son bastante significativas (ver Gráfico N°2), sobre todo considerando el comportamiento bastante plano de las remuneraciones reales en la economía.



Fuente: Elaboración propia en base a Leyes de Salario Mínimo.

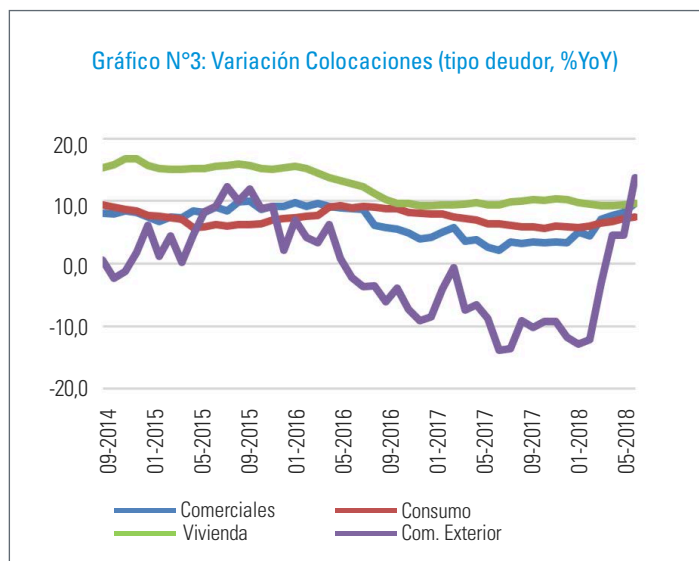
Segundo, el rechazo que ha generado en la oposición el proyecto de ley de reforma tributaria tampoco contribuye a mantener expectativas favorables sobre el crecimiento futuro. Esto porque lograr tasas de crecimiento de 4% o superiores requiere que se logren tasas de inversión más elevadas, para lo cual un sistema tributario más amigable con la inversión y el ahorro parece una condición necesaria. En el corto plazo, la aprobación del sistema de depreciación instantánea sería un incentivo bastante potente a la inversión, y en el mediano plazo la mayor certeza jurídica y la equidad horizontal entre impuestos al trabajo y al capital se ven como elementos importantes en recuperar las tasas de ahorro e inversión que tuvimos en el pasado. En definitiva, los resultados de crecimiento esperados en el corto y mediano plazo siguen sin apuntar a que se pueda recuperar la posición de liderazgo que tuvo nuestro país en esta materia, y que perdió en los últimos años.



COLOCACIONES SE ACELERAN, ESPECIALMENTE EN EMPRESAS DE MENOR TAMAÑO

En medio de un primer semestre cuyo crecimiento superó las expectativas (4,8%), cabe preguntarse qué ha sucedido con el comportamiento de la banca y si este ha seguido a la economía.

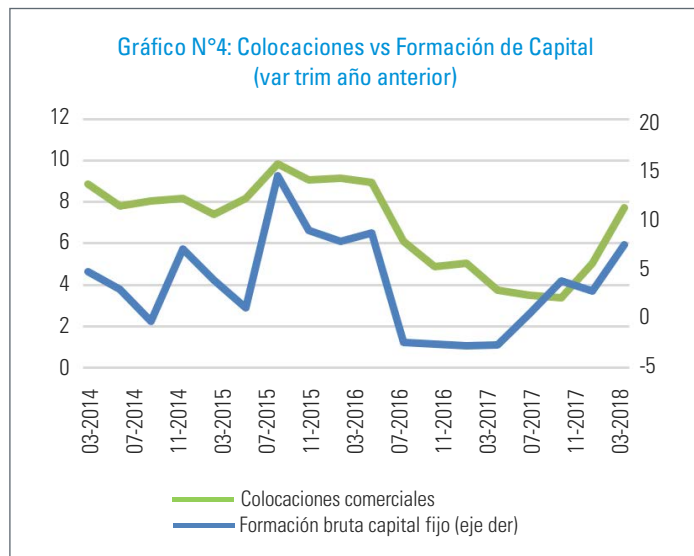
Las colocaciones, utilizando datos del Banco Central, crecieron un 9,6% nominal en el mes de agosto respecto del mismo mes del 2017. Esta cifra se compara positivamente con el 5,9% promedio de los últimos 12 meses e incluso con el 8,1% de los últimos 5 años. Aún mejor, este crecimiento viene explicado principalmente por un aumento del 9,7% en los créditos comerciales (que a su vez representan un 54% de las colocaciones), y comercio exterior. Mientras tanto, las colocaciones de consumo, con una expansión de 7,4%, crecieron un punto más que el promedio de los últimos 12 meses; finalmente las colocaciones de vivienda muestran ritmos de crecimiento estables, inferiores a los últimos años (ver gráfico N°3).



Fuente: Banco Central.

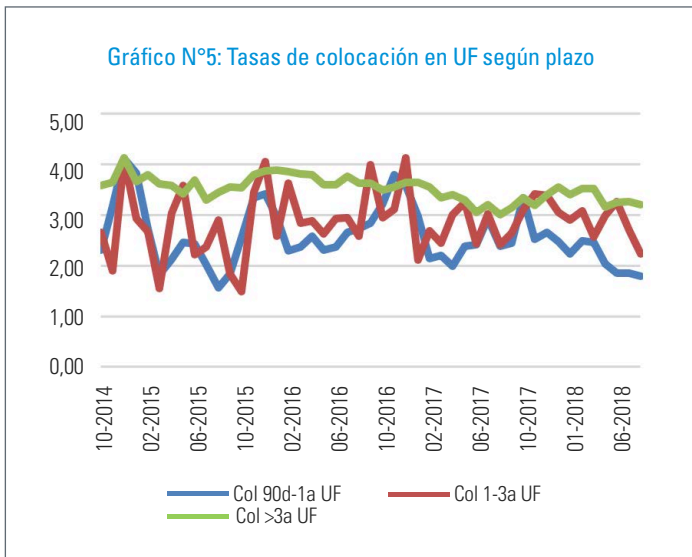
Cabe destacar que dentro de los créditos comerciales, según un estudio de la ABIF, la mayor ponderación la lleva el crédito a las empresas de menor tamaño. Utilizando una metodología marginalmente distinta a la del Banco Central, muestra que crecieron 9,6% real a mayo (significativamente superior al 5,7% de los créditos a empresas de mayor tamaño).

Esto último es considerado una excelente noticia. Como muestra el mismo informe, existe una alta correlación entre el crédito comercial –sobre todo a empresas pequeñas- y la formación de capital fijo en la economía-. Esto no es otra cosa que la inversión y como sabemos, la inversión precede la actividad económica (gráfico N°4).



Fuente: Banco Central.

Por otro lado, las condiciones de acceso al crédito, medidas como tasas promedio de colocación en moneda reajutable, permanecen en niveles extremadamente bajos (ver gráfico N°5). Y aunque en el margen se ha restringido la tasa más larga respecto de lo observado hace un año, la diferencia no es estadísticamente significativa. Estos niveles continúan siendo extremadamente benévolos y no debiesen condicionar la recuperación económica del país.



Fuente: Banco Central.

Finalmente, continúa la tramitación de la reforma a la ley de bancos. El 14 de agosto salió el informe de la Comisión de Hacienda del Senado aprobando el proyecto. Luego de una solicitud de pronunciamiento a la Corte Suprema, el 30 de agosto se recibió respuesta en general positiva¹. Actualmente se espera retomar su tramitación en el Senado en segundo trámite constitucional, y todo indica que no debiese haber grandes inconvenientes.

Por todo lo anterior, si bien existe prudencia sobre todo debido al escenario internacional, mantenemos un sesgo positivo respecto del comportamiento del sector financiero en general y la banca en particular. La economía muestra signos de recuperación –mayor inversión- y la actividad del sector financiero suele seguirla de cerca; las condiciones de acceso permanecen en niveles muy expansivos (aunque con riesgos al alza fruto de la normalización del crédito internacional); y además, la reforma avanza sin grandes inconvenientes (a partir de las minutas del Congreso, se puede inferir que con un alto grado de tecnicismo en su discusión, lo que es muy buena señal).

¹ Respecto de recursos de reposición y reclamación; y de plazos para hacer valer excepciones al juicio ejecutivo.



REFORMAS AL SCOMP EN EL HORIZONTE: TRASCENDIDOS Y CONTENIDOS

Existe consenso que —en promedio y para quienes no cotizaron permanentemente—, las pensiones en Chile son relativamente bajas. Por ello es bueno buscar reformas que ataquen esta situación. Pero a veces en medio de la discusión olvidamos las alternativas y, al revés de la frase bíblica, vemos la paja en el ojo propio y no la viga en el ajeno (a quien erróneamente buscamos imitar).

En Argentina, luego de la estatización del 2008 y hoy con una situación fiscal crítica, los afiliados más jóvenes saben que el futuro no les depara pensiones, y quienes pueden ahorran por cuenta propia². Por su parte en Venezuela, en medio de la hiperinflación, la variación del monto de la pensión sumado a cambios en el cronograma de pagos, generan conflictos sociales importantes.

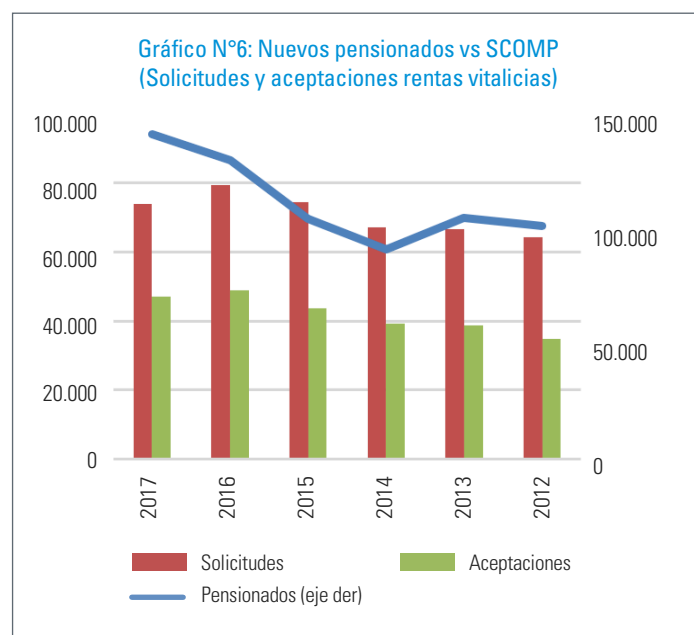
Son ejemplos concretos de riesgos para los pensionados en sistemas que dependen 100% del Estado y el ciclo político.

En Chile estas situaciones, sin ser imposibles, están acotadas y son improbables. Y en parte gracias a uno de los frutos positivos de la discusión de los últimos años (donde la gente se ha informado más).

Las AFP's y también quienes apoyan el sistema por sus beneficios para el país, han despertado y buscan validarse socialmente. En un mundo que cambia rápido, ello implica revisar permanentemente áreas de mejora para desactivar potenciales críticas (reales bajo el sistema actual la mayoría, pero todavía mejores que la alternativa).

En este marco, el Gobierno presentaría una propuesta de reforma a fines de mes. Ha trascendido que el eje de la reforma buscaría aumentar el monto de la cotización, aunque con cargo al empleador. Ello es bienvenido pues el monto actual en Chile es muy bajo respecto del periodo de vida inactiva que se desea financiar —fruto del aumento en las expectativas de vida y la menor rentabilidad de los activos financieros. Sin embargo, al parecer no se atacaría el problema de los independientes, lo que en un mundo con alta rotación y lagunas previsionales, será un problema cierto futuro. Esto último probablemente se deba a la presión de trabajadores a honorarios del sector público, que al no querer ver recortado su ingreso líquido, no desearán apoyar políticamente una medida a todas luces necesaria.

Otra de las modificaciones que ha trascendido ha sido la modificación del sistema SCOMP (Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión). Antes del SCOMP, la compra de rentas vitalicias había sido una oportunidad de abuso de vendedores y compañías de seguros. Este modelo establece que toda persona que cumpla con los requisitos para jubilar, antes de acogerse a una modalidad de pensión, debe solicitar ofertas de montos de pensión en el SCOMP con las modalidades que desea cotizar (ver gráfico N°6). Luego con dichas ofertas puede decidir.



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Con este modelo se transparentó el sistema al permitir la comparación de ofertas. Sin embargo, quedan espacios de mejora, pues por un lado es difícil comparar ofertas para distintas clasificaciones de riesgo del asegurador (un 32,6% selecciona la mejor oferta económica, sin consideración por la clasificación de la aseguradora), y por otro se permite contratar por fuera del sistema bajo condiciones que no siempre son las mejores. Esto genera oportunidades de arbitraje atendida la complejidad del producto y el bajo nivel de “financiera literacy” del público general. Por lo mismo, se considera como una mejora necesaria avanzar cerrando estas brechas, pues si bien no tienen impacto muy mayor en las pensiones (comparado con el efecto de, por ejemplo, un aumento en la cotización y mejoras en el mercado laboral), sí es una modificación que apunta en la dirección correcta y protege al afiliado de potenciales abusos.

² Además, el impuesto a los trabajadores formales fomenta la informalidad (círculo vicioso).

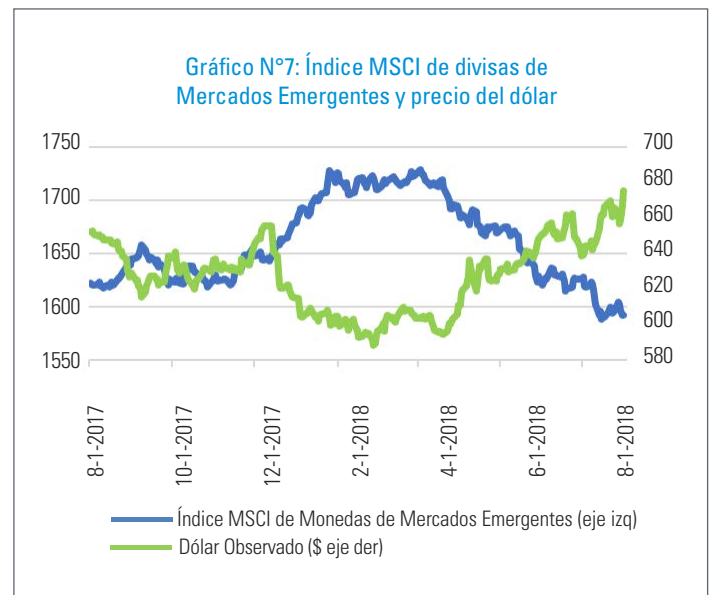


DEBILITAMIENTO DE LAS MONEDAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En agosto del año pasado se analizaba cómo la inflación entraría en un período de debilidad determinada por la fortaleza del peso, los flujos de capitales hacia las economías emergentes y la debilidad de la demanda interna.

En enero de este año, el índice dólar spot de Bloomberg, que mide el rendimiento del dólar frente a 10 divisas internacionales, había bajado a su menor nivel en tres años luego de que el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Steven Mnuchin, se mostrara a favor de una moneda estadounidense más débil en la reunión anual del Foro Económico Mundial. Hoy el panorama es totalmente distinto. El dólar se ha fortalecido desde sus mínimos de marzo, y la demanda interna ha repuntado, a pesar de que el panorama internacional se ha deteriorado.

La depreciación del peso ha sido de alrededor de 12% durante los últimos 6 meses, y la probabilidad de que se mantenga en estos niveles es alta, ya que nuestra moneda se mueve de la mano del resto de monedas emergentes, contexto en el cual, por un lado, seguiremos pendientes del desenlace de la guerra comercial y de las decisiones de la FED, y por el otro, las elecciones en Brasil mantendrán la volatilidad elevada en la región. Además, mientras no se observe un plan de estímulo chino, el precio del cobre no repuntaría lo suficiente como para que el peso se desmarque de las demás divisas emergentes. Esta situación se ilustra en el Gráfico N°7 que presenta la evolución del índice MSCI de divisas de Mercados Emergentes³ y del precio del dólar durante el último año.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

Es posible observar que las monedas de mercados emergentes se sitúan en torno a un mínimo de un año ante la preocupación que genera el impacto de una guerra comercial en el crecimiento económico mundial. A esta preocupación se suma la desaceleración de la actividad en China, y el hecho de que las autoridades de ese país no hayan dado respaldo en contra de una mayor debilidad del yuan, pesan sobre la percepción general del mercado.

Así también, las acusaciones de Trump de que China está “manipulando” su moneda, han hecho aumentar los temores de que una posible guerra comercial se extienda a los mercados de divisas.

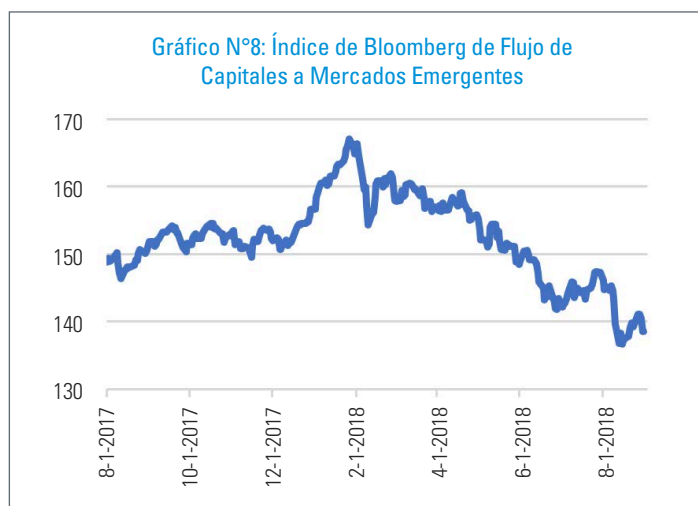
³El índice MSCI de divisas de Mercados Emergentes mide el rendimiento de 25 monedas de economías emergentes en relación con el dólar estadounidense. Este índice entrega información a los inversionistas que les ayuda a, en primer lugar, medir el rendimiento de sus tenencias de monedas de economías emergentes y, en segundo lugar, decidir el nivel de exposición (y de cobertura) a las monedas de economías emergentes, al utilizar productos financieros vinculados al índice. La ponderación de cada moneda sigue la ponderación de cada economía en el índice MSCI de Mercados Emergentes.

Una de las divisas emergentes con mayores problemas ha sido la argentina. El peso cayó a un mínimo histórico, lo que llevó al Banco Central del país trasandino a elevar la tasa de interés de referencia al 60%. Durante agosto, el peso argentino cayó cerca de un 30% frente al dólar. Por otro lado, la lira turca ha seguido depreciándose con respecto a la divisa estadounidense, cayendo cerca de un 25% durante agosto.

Probablemente, los problemas de Argentina y Turquía mantendrán el foco de los inversionistas en los mercados emergentes con fundamentos más débiles, lo que generará la salida de capitales de éstos. En el caso de Argentina, mientras no se fortalezcan los fundamentos de su economía, es poco probable que haya un cambio de la situación actual, aun teniendo el respaldo del FMI. En ese sentido, Asia sigue siendo un refugio relativo dados los fundamentos económicos más fuertes de la región.

La actual crisis monetaria argentina se suma a las dificultades que están enfrentando los mercados emergentes en general. Entre éstas destacan, además de las ya mencionadas amenazas de una guerra comercial global, el fin de una era de dinero barato.

Además, este aumento de las tasas de interés y el repunte de las rentabilidades de los bonos estadounidenses están atrayendo capitales a EE.UU. y en gran medida parte de este dinero procede de los mercados emergentes (ver Gráfico N°8).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

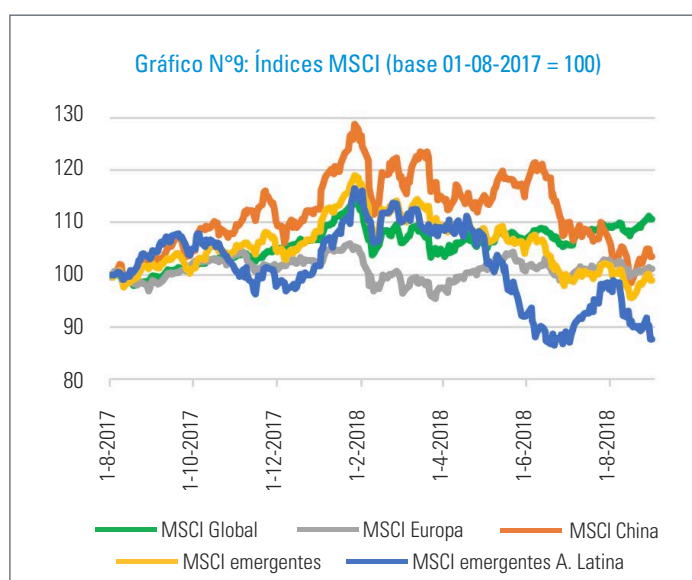
Más allá de los efectos en los mercados de divisas, el fortalecimiento del dólar no deja indiferente a los inversores y los países emergentes son especialmente sensibles a las fluctuaciones de esta divisa, así como a los cambios de las tasas de interés en EE. UU.

Si bien el crecimiento mundial sigue siendo sólido y muchos mercados emergentes están mejor equipados para enfrentar una crisis, los riesgos económicos han aumentado.

Hasta el momento, estas economías habían resistido el endurecimiento de la política monetaria, en parte respaldados por los buenos datos económicos y los precios favorables de los productos básicos y commodities. Pero al tener el grueso de su deuda denominada en dólares, han empezado a sufrir el encarecimiento de los costos de financiamiento y ven cómo el acceso a los mercados de capitales se ha deteriorado.

Así, vemos que la salida de fondos de las economías emergentes está acelerando la caída de los precios de los bonos y el desplome de sus divisas. Por otro lado, las tasas más elevadas y el alto endeudamiento en dólares que mantienen tanto empresas como algunos de estos Estados, se están convirtiendo en factores de riesgo para las economías emergentes, que han evidenciado una disminución en el dinamismo de su actividad económica medida por los índices MSCI.

En el Gráfico N°9 se observa que, mientras la actividad se ha mantenido relativamente estable en las economías europeas, China y las economías emergentes han evidenciado una disminución de su dinamismo durante este año, disminución que ha sido aún más notoria en algunos de los mercados emergentes de América Latina, como los de Argentina y Brasil.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.



EFECTOS DE LA REFORMA EDUCACIONAL EN LA ESTRUCTURA DE GASTO DE LAS FAMILIAS

Héctor Acuña

En junio del presente año el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) publicó la VIII Encuesta de Presupuestos Familiares, la que fue realizada en 2017, cinco años después de su última versión. Esta encuesta socioeconómica constituye una de las principales fuentes de información sobre ingresos y gastos de los hogares del país, y permite analizar la composición del gasto de los hogares en el tiempo. El propósito de esta encuesta es determinar la canasta de consumo de los chilenos, que es la base que se utiliza posteriormente para el cálculo del IPC.

El objetivo de este análisis, tomando como base las dos últimas versiones de esta encuesta, es analizar cómo ha cambiado la estructura de gasto de las familias y el gasto en educación de los hogares considerando que, entre ambas versiones, se llevaron a cabo importantes reformas educacionales que describiremos a continuación.

En marzo de 2016 comenzó a regir la Ley 20.845, uno de los proyectos insigne de la reforma educacional llevada a cabo por el gobierno anterior. Entre otras medidas, esta ley elimina gradualmente el copago, que consiste en la cuota mensual que debían pagar los apoderados de colegios que reciben subvención estatal. Por lo tanto, a partir de esa fecha, el Estado es quien comenzó a financiar este gasto.

El proyecto de ley buscaba eliminar gradualmente el financiamiento compartido en un plazo de 10 años, a medida que aumenten los recursos con los que cuente el Estado. Durante este periodo de transición, los establecimientos que siguieran con financiamiento compartido debían congelar el monto máximo del valor mensual del cobro (mantener el valor de 2015) y éste, iría disminuyendo conforme aumente la subvención (en pesos). En marzo de 2016, cerca de 800 colegios (de un universo de más de 5.300 colegios municipales y de más de 6.000 establecimientos particulares subvencionados, que representan cerca del 94% del sistema educacional) pasaron a ser gratuitos. Cerca de 600 de éstos, por cobrar un copago menor a \$5.500. Los demás, lo hicieron voluntariamente.

El sistema de financiamiento compartido, introducido en 1993 tras la creación del sistema de *vouchers*, permitía a los establecimientos privados subvencionados y de nivel medio complementar el financiamiento que reciben del Estado con fondos adicionales aportados por los padres, de modo de generar un sustento financiero necesario que el Estado no estaba en condiciones de proveer. Como resultado de este sistema, a partir de entonces se produjo un fuerte aumento de la matrícula en colegios particulares subvencionados, tanto como resultado de una mayor oferta, como también porque los padres empezaron a optar por este sistema, más que por los colegios municipales.



Sin embargo, el diagnóstico realizado por el gobierno anterior, y que motivó esta reforma, fue que el financiamiento compartido era una de las causas de la segregación y constituía una restricción a la libertad de elección. Así, para el Ejecutivo, poner fin al financiamiento compartido iba en línea con los objetivos de avanzar hacia una educación más inclusiva, donde el fin al copago acabaría con la segregación que se da por el factor económico, aludiendo a que “se debe terminar con el financiamiento compartido porque segrega a las familias en función de su capacidad de pago, limitando así su libertad de elección”⁴.

Así también, en diciembre de 2015, el gobierno anterior presentó al Congreso la ley corta para la Gratuidad 2016 que establecía que todas las universidades estatales tendrían la obligación de entregar el beneficio de la gratuidad al 50% de los estudiantes más vulnerables. A partir de 2017, el beneficio de la gratuidad se ha ido extendiendo a más estudiantes. En enero de 2018 se aprobó la reforma a la educación superior propuesta por el gobierno⁵, que beneficiaba con gratuidad hasta el 60% más vulnerable, y que se venía aplicando vía Ley de Presupuesto cada año. A partir de 2019, se espera entregar el beneficio al 70% de los estudiantes más vulnerables que cursen estudios en centros de formación técnica e institutos profesionales. Además, se espera alcanzar el 90% de éstos últimos dentro de los siguientes cuatro años de manera progresiva en la medida que la situación de crecimiento económico y las condiciones de recaudación del fisco lo permitan.

Como resultado de estas reformas educacionales se ha observado una disminución en el porcentaje del gasto destinado a educación de las familias chilenas. Por medio de las VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares del INE -realizadas en 2012 y 2017, respectivamente-, este estudio intenta mostrar hacia dónde se está yendo ese menor gasto en educación de los hogares para los distintos segmentos socioeconómicos.

En primer lugar, se debe señalar que si consideramos todos los hogares de la muestra (ajustado por factor de expansión, 3.009.750 hogares en 2012 y 3.373.780 hogares en 2017), en promedio, el porcentaje del gasto destinado a educación cayó de 4,8% a 4,0% entre 2012 y 2017, mientras que, en términos reales (pesos de junio de 2018) el monto promedio destinado a educación disminuyó de \$77.451 a \$75.138 durante ese período de 5 años. Por otro lado, para el total de los hogares en los cuales había miembros asistiendo a la educación escolar o superior⁶, en promedio, el porcentaje del gasto destinado a educación cayó de 8,5% a 7,6% entre 2012 y 2017 y, en términos reales, el monto aumentó de \$135.979 a \$143.717 en el mismo período⁷.

Sin embargo, debido a la gran disminución en la cantidad de hogares con escolares entre 2012 y 2017⁸, consideramos más adecuado comparar sólo la estructura de gasto de los hogares con menores recibiendo educación escolar. Si consideramos sólo estas familias, la muestra se reduce de 3.009.750 a 1.195.382 hogares en 2012, y de 3.373.780 a 764.604 hogares en 2017⁹ y, en promedio, el porcentaje del gasto destinado a educación disminuyó de 6,6% a 5,3% mientras que, en términos reales, el monto aumentó de \$116.093 a \$140.000. Esto ocurre debido a que, como se observa en el Gráfico N°10, si bien hubo, en promedio, un aumento real en el gasto en educación (21,4%), los cambios en otros ítems como vivienda y servicios básicos (33,6%), salud (67,4%) y restaurantes y hoteles (92,4%) fueron, en promedio, mayores para los hogares pertenecientes a todos los quintiles de ingreso. Si concentramos el análisis sólo en el gasto destinado a educación escolar de estos hogares, el porcentaje de éste disminuyó de un 3,2% a un 2,3% y, en términos reales, el monto aumentó de \$57.341 a \$64.399¹⁰.

⁴ Cabe mencionar que esta segregación por factor económico ya se había enfrentado anteriormente dejando exentos de todo pago a los alumnos prioritarios suscritos a la Subvención Escolar Preferencial (SEP), creada especialmente para costear la educación de alumnos pertenecientes al 40% de la población más vulnerable, y los considerados dentro del 15% de matrícula vulnerable de cada colegio que recibe subvención estatal.

⁵ Antes de ser despachada, debió pasar por el filtro del Tribunal Constitucional. Por este motivo, fue publicada en el Diario Oficial recién en mayo de 2018.

⁶ Ajustado por factor de expansión, la muestra de 2012 corresponde a 1.714.287 hogares, el tamaño promedio del hogar es de 4,26 personas, y el promedio de personas que asisten a educación escolar o superior por hogar es de 1,6.

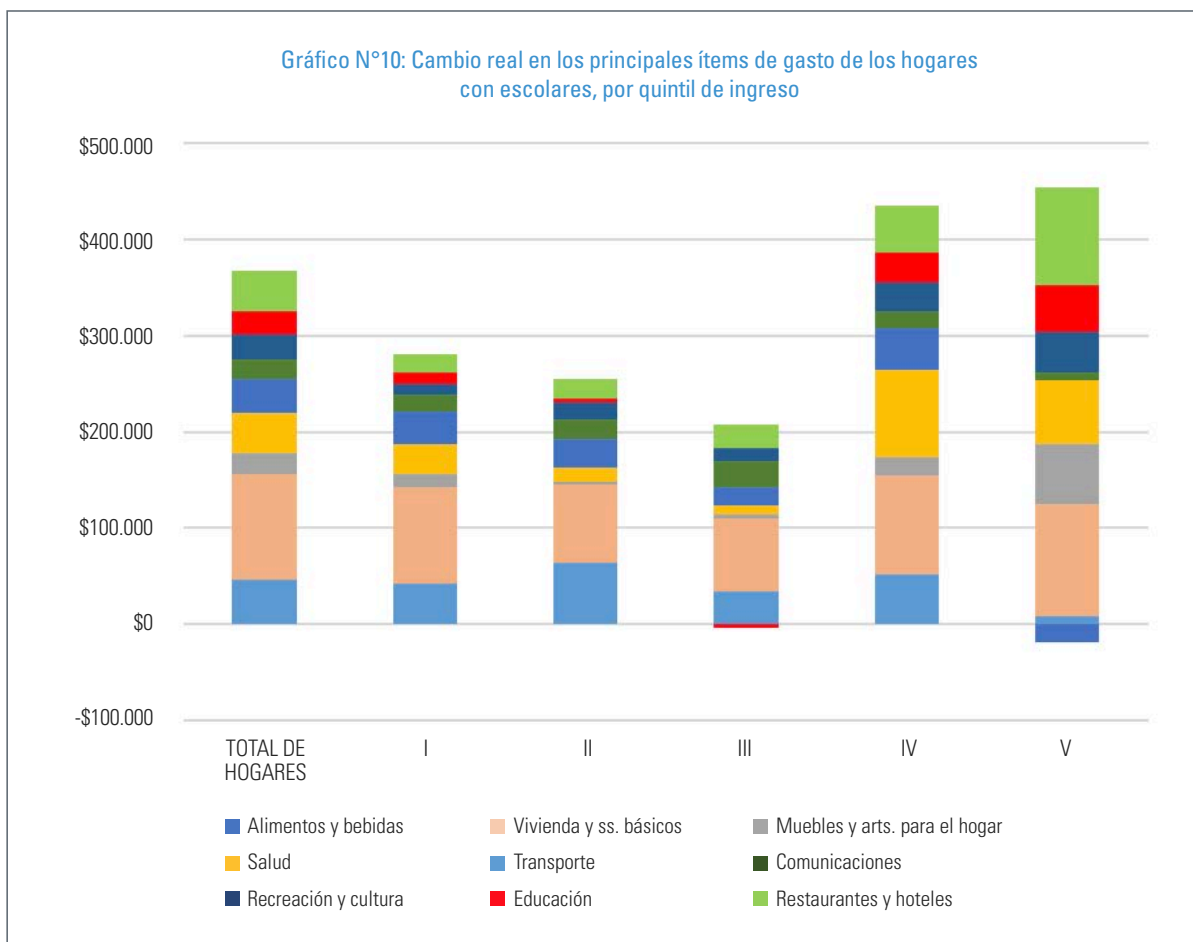
En tanto, la muestra de 2017 corresponde a 1.763.887 hogares, el tamaño promedio del hogar es de 4,0 personas y el promedio de personas que asisten a educación escolar o superior por hogar es de 1,4.

⁷ La caída en el porcentaje de gasto promedio en educación se debe a que, a pesar de que los montos aumentaron en términos reales, el gasto total promedio aumentó un 19,4% real.

⁸ Mientras en 2012 habían (ajustando por factor de expansión), 1.195.382 hogares con escolares, en 2017 estos hogares disminuyeron a 764.604.

⁹ Detalles de la muestra en Anexo 1.

¹⁰ La caída en el porcentaje de gasto promedio en educación y educación escolar se debe a que, a pesar de que los montos aumentaron en términos reales, el gasto total promedio aumentó un 29,9% real.



Fuente: Elaboración propia en base a VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares, INE.

Notas: 1. La muestra corresponde a los hogares en que a lo menos un integrante asiste al colegio. Ajustado por factor de expansión, para 2012 se consideran 1.195.382 hogares y para 2017 se consideran 764.604 hogares.

2. Quintiles contruidos en base el ingreso per cápita del hogar.

3. En el gráfico no se muestran los ítems bebidas alcohólicas y tabaco, prendas de vestir y calzado, y bienes y servicios diversos debido a que los cambios en estos ítems son demasiado pequeños.

4. Cifras en pesos de junio 2018.

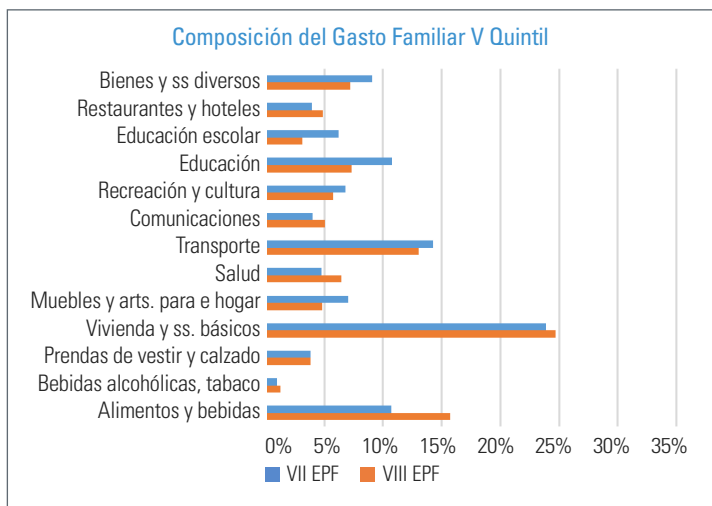
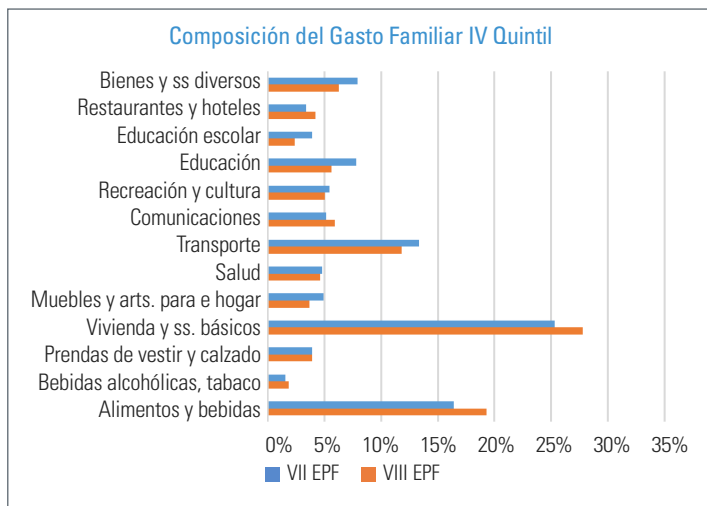
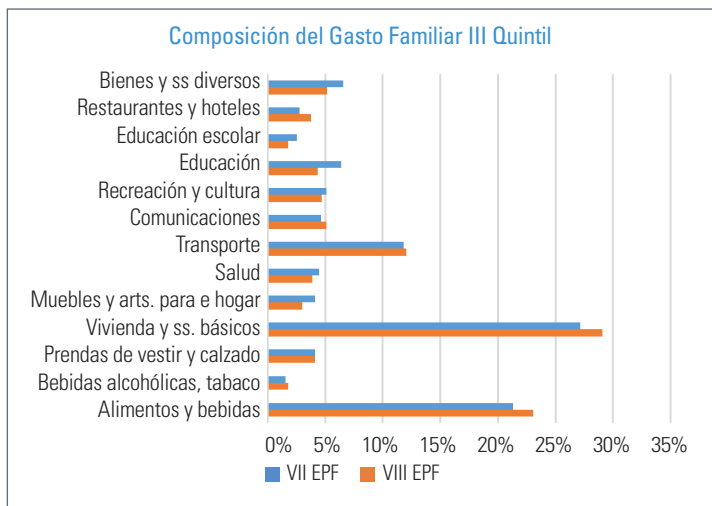
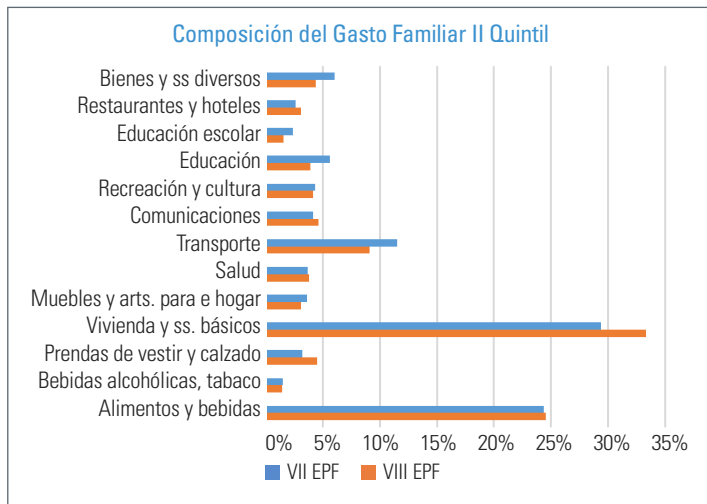
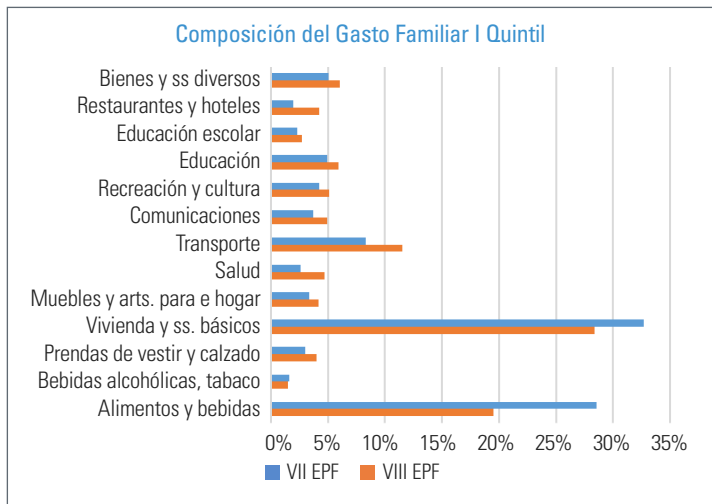
Al dividir la muestra por quintiles de ingreso per cápita del hogar, se observa que el porcentaje del gasto destinado a educación y a educación escolar reflejan el efecto de las reformas educacionales de los últimos años, ya que estos ítems disminuyeron entre 2012 y 2017 para todos los quintiles excepto para el primer quintil (ver Figura N°1). Se observa también que las familias, producto de los mayores aportes del Estado a educación, destinan esos ingresos liberados a otros ítems. Por ejemplo, se observa un aumento en el porcentaje del gasto destinado a vivienda y servicios básicos para todos los quintiles excepto el primer quintil, y un aumento en el porcentaje del gasto destinado a comunicaciones para los hogares de los cinco quintiles.

Sin embargo, las familias también están destinando parte de sus ingresos liberados a ítems más suntuarios, como restaurantes y hoteles. Esta situación puede ser positiva desde el punto de vista de las familias, pero si el objetivo de la política pública era mejorar la calidad de la educación a través de esos subsidios, y finalmente se tiene que el mayor gasto público sustituye el gasto que antes hacían las familias, el objetivo no se estaría cumpliendo. A continuación, se profundiza en el análisis de este punto.



TEMA DE ANÁLISIS

Figura N°1: Cambios en la composición del Gasto Familiar por Quintil de ingreso (%) de los hogares con integrantes en la educación escolar

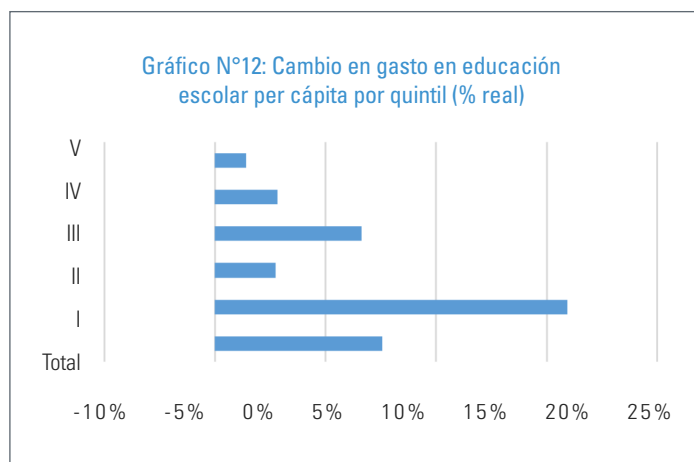
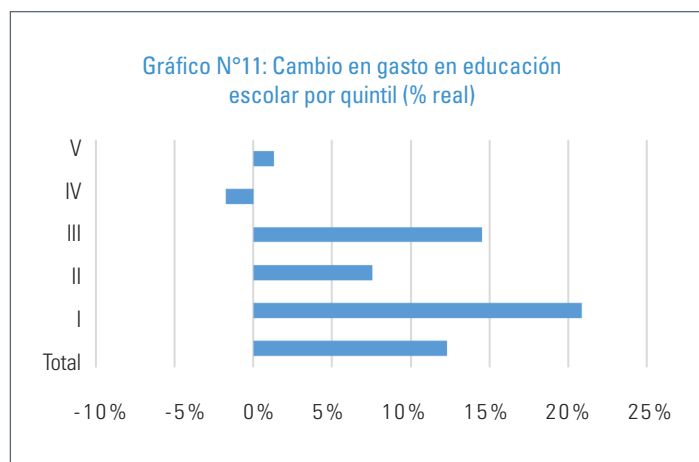


Fuente: Elaboración propia en base a VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares, INE.
 Notas: 1. La muestra corresponde a los hogares en que a lo menos un integrante asiste al colegio.
 Ajustado por factor de expansión, para 2012 se consideran 1.195.382 hogares y para 2017 se consideran 764.604 hogares.
 2. Quintiles construidos en base al ingreso per cápita del hogar.
 3. En los gráficos se muestra el porcentaje total de gasto en educación y la fracción de gasto en educación que corresponde a educación escolar.



Al analizar el gasto en el ítem educación escolar del grupo familiar, desagregando por quintiles de ingreso per cápita del hogar, se observa que sólo en el quintil IV existe una disminución en términos reales de este gasto (ver Gráfico N°11). Sin embargo, debemos considerar que la cantidad de escolares por hogar no se ha mantenido constante en los últimos años. Por lo tanto, es más preciso analizar el cambio en el gasto en educación escolar por escolar por hogar entre 2012 y 2017 que se presenta en el Gráfico N°12.

Se observa que, en términos reales, en promedio los hogares de todos los quintiles han aumentado su gasto en educación escolar por escolar, siendo los cambios más importantes los del primer quintil (31,9%) y los del tercer quintil (13,2%). Si bien, en términos porcentuales, pareciera que hubo un gran aumento en el gasto para el quintil I, en términos reales, este cambio se traduce en un aumento de \$8.654 a \$11.411 por escolar. De todas formas, llama la atención este aumento ya que la mayoría de los hogares pertenecientes a este quintil tenían a sus menores asistiendo a colegio municipales. El aumento de este gasto se debe principalmente a subítems ligados a la educación escolar, como cuotas de centros de padres y útiles escolares, por ejemplo.



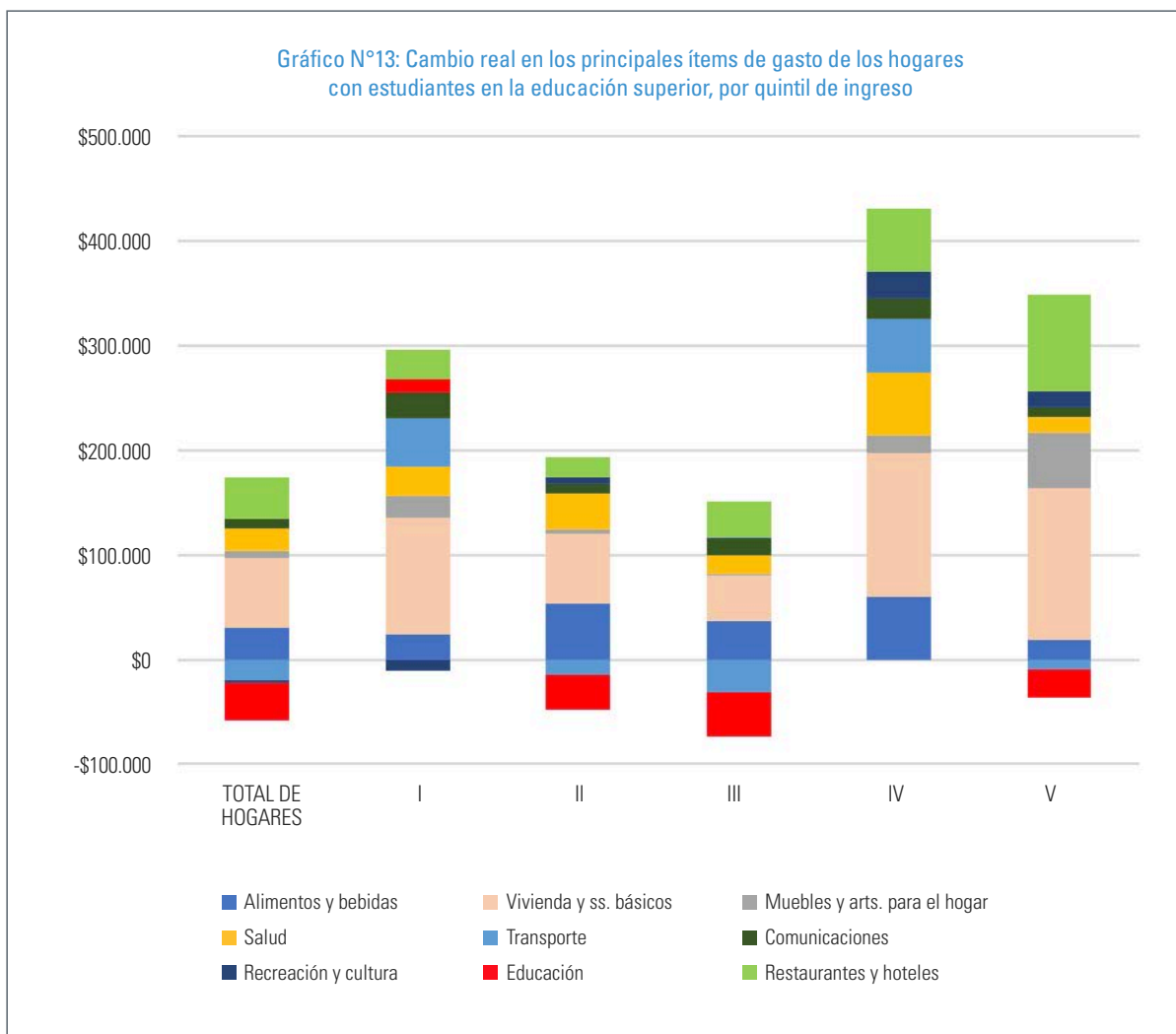
Fuente: Elaboración propia en base a VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares, INE.

Notas: 1. La muestra corresponde a los hogares en que a lo menos un integrante asiste al colegio. Ajustado por factor de expansión, para 2012 se consideran 1.195.382 hogares y para 2017 se consideran 764.604 hogares.

2. Quintiles contruidos en base el ingreso per cápita del hogar.

A partir del análisis realizado, es posible afirmar que, si se mide en términos de la focalización de los recursos en los grupos más vulnerables, la eliminación del copago es una política que tiende a favorecer proporcionalmente más a los sectores medios.

Ahora, consideremos sólo los hogares con miembros que estaban asistiendo a centros de estudios superiores (detalles de la muestra en Anexo 1). En promedio, el porcentaje del gasto destinado a educación disminuyó de 17,4% a 13,5% y, en términos reales, el monto disminuyó de \$272.619 a \$237.257. En el Gráfico N°13 se presentan los cambios reales en los principales ítems de gasto para estos hogares, por quintil de ingreso. Además de la importante disminución real del gasto en educación (-13%), los cambios que más destacan son los aumentos en los ítems de vivienda y servicios básicos (16,3%), alimentos y bebidas (13,4%), restaurantes y hoteles (59,5%), y salud (23,3%). Si concentramos el análisis sólo en el gasto destinado a educación superior de estos hogares, el porcentaje de éste disminuyó de un 15,7% a un 12,1% y, en términos reales, el monto disminuyó de \$231.159 a \$198.370.



Fuente: Elaboración propia en base a VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares, INE.

Notas: 1. La muestra corresponde a los hogares en que a lo menos un integrante asiste a un centro de estudios superiores. Ajustado por factor de expansión, para 2012 se consideran 611.064 hogares y para 2017 se consideran 663.418 hogares.

2. Quintiles contruidos en base el ingreso per cápita del hogar.

3. En el gráfico no se muestran los ítems bebidas alcohólicas y tabaco, prendas de vestir y calzado, y bienes y servicios diversos debido a que los cambios en estos ítems son demasiado pequeños.

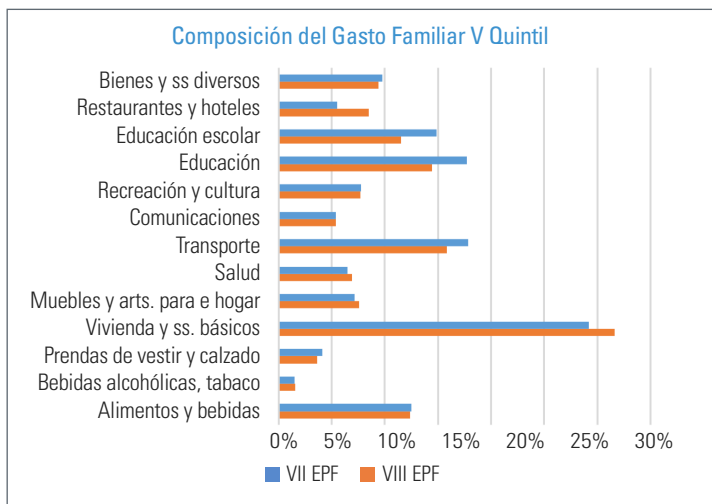
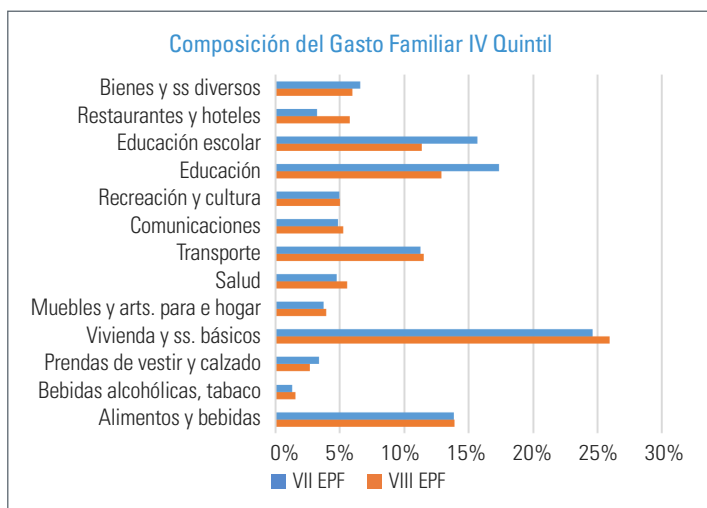
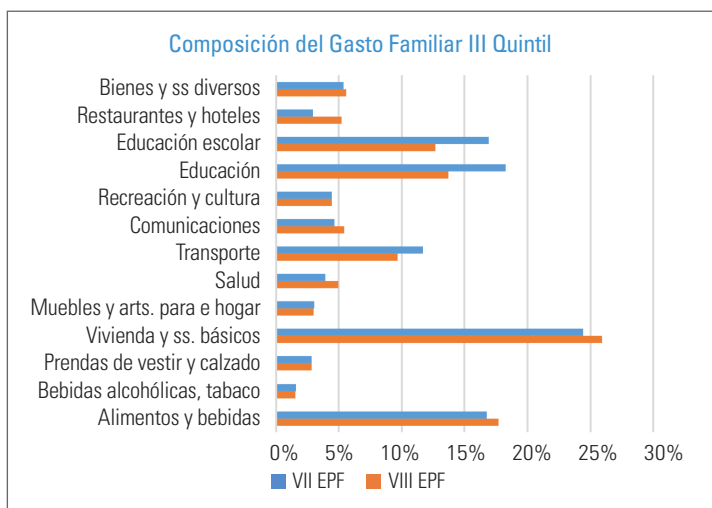
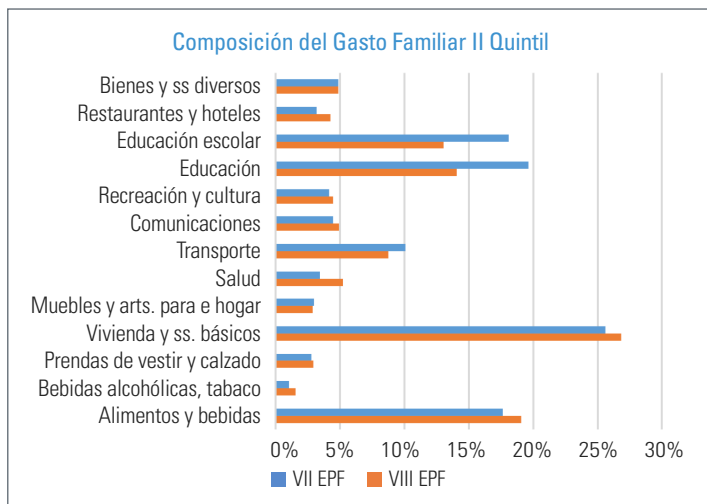
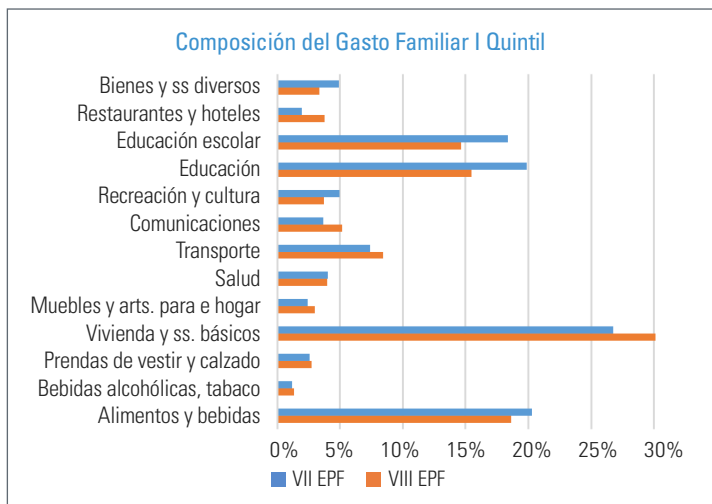
4. Cifras en pesos de junio 2018.

Al dividir la muestra por quintiles de ingreso per cápita del hogar, se observa que el porcentaje del gasto destinado a educación y a educación superior reflejan claramente el efecto de la gratuidad en la educación superior, ya que estos ítems disminuyeron notoriamente entre 2012 y 2017 para todos los quintiles (ver Figura N°2).

Los resultados observados son, en primera instancia, más positivos a los encontrados en el caso de los hogares con escolares, en el sentido de que se observa un aumento mayor en el porcentaje del gasto destinado a ítems de primera necesidad como salud, vivienda y servicios básicos, y comunicaciones para los hogares de los cinco quintiles. Sin embargo, al igual que en el caso de los hogares con escolares, estas familias están destinando parte de sus ingresos liberados a ítems más suntuarios, como restaurantes y hoteles.



Figura N°2: Cambios en la composición del Gasto Familiar por Quintil de ingreso (%) de los hogares con integrantes en la educación superior



Fuente: Elaboración propia en base a VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares, INE.

Notas: 1. La muestra corresponde a los hogares en que a lo menos un integrante asiste a un centro de estudios superiores. Ajustado por factor de expansión, para 2012 se consideran 611.064 hogares y para 2017 se consideran 663.418 hogares.

2. Quintiles construidos en base el ingreso per cápita del hogar.

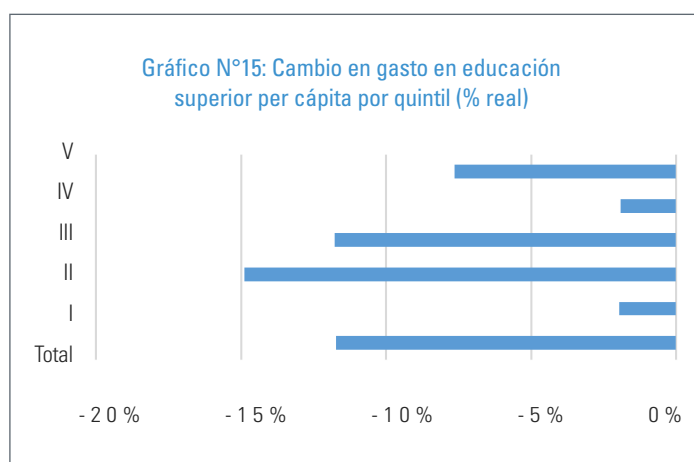
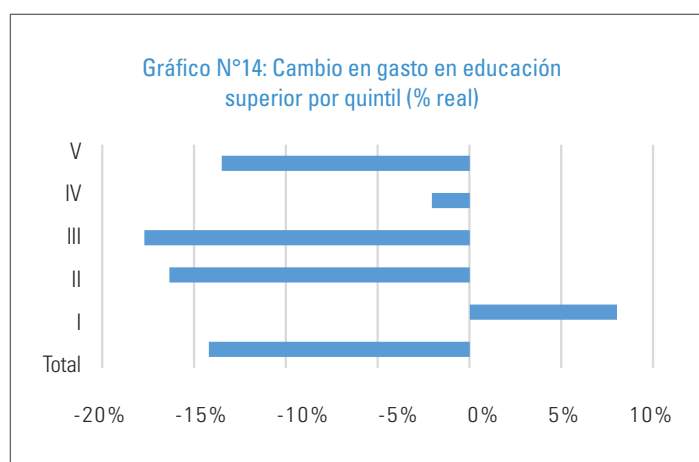
3. En los gráficos se muestra el porcentaje total de gasto en educación y la fracción de gasto en educación que corresponde a educación superior.



Al analizar el gasto en el ítem educación superior del grupo familiar, desagregando por quintiles de ingreso per cápita del hogar, se observa que sólo en el quintil I no existe una disminución en términos reales de este gasto (ver Gráfico N°14). Una posible explicación de este resultado es que la cantidad promedio de estudiantes en educación superior por hogar en este quintil aumentó de 1,2 a 1,3, siendo el mayor aumento entre todos los quintiles.

De nuevo, es más preciso analizar el cambio en el gasto en educación superior por estudiante por hogar entre 2012 y 2017 que se presenta en el Gráfico N°15. Se observa que, en términos reales, en promedio los hogares de todos los quintiles han disminuido su gasto en educación superior por estudiante, siendo los cambios más importantes los del segundo quintil (-14,9%) y los del tercer quintil (-11,8%), mientras que la disminución en el primer quintil llega sólo a un -2,0%.

Es posible que esta menor disminución en el primer quintil se deba a que los hogares pertenecientes a este quintil ya estaban siendo beneficiados por becas u otros subsidios a la educación superior antes de la gratuidad. Por lo tanto, al igual que en el caso de la eliminación del copago, es posible afirmar que, si se mide en términos de la focalización de los recursos en los grupos más vulnerables, la gratuidad es una política que tiende a favorecer proporcionalmente más a los sectores medios.



Fuente: Elaboración propia en base a VII y VIII Encuestas de Presupuestos Familiares, INE.

Notas: 1. La muestra corresponde a los hogares en que a lo menos un integrante asiste a un centro de estudios superiores. Ajustado por factor de expansión, para 2012 se consideran 611.064 hogares y para 2017 se consideran 663.418 hogares.

2. Quintiles contruidos en base el ingreso per cápita del hogar

De acuerdo con los resultados encontrados, cabe preguntarse a qué segmentos están llegando principalmente los subsidios educacionales, es decir, quiénes son los más beneficiados con las reformas educacionales estudiadas. Así también, es relevante analizar en qué se está materializando la mayor disponibilidad de ingresos, es decir, si éstos están llegando en términos de los bienes más necesarios.

En el caso de los hogares con escolares, se observa que para los 5 quintiles hubo un aumento real en el gasto en educación escolar por escolar, por lo tanto, el mayor gasto público no estaría sustituyendo el gasto que antes hacían las familias, lo que podría ser un indicio de que el objetivo de la política pública de mejorar la calidad de la educación a través de esos subsidios sí se estaría cumpliendo.

Sin embargo, es importante señalar que el porcentaje del total del gasto que es destinado a educación escolar disminuye para los hogares pertenecientes a todos los quintiles excepto el quintil I, es decir, el gasto en otros ítems aumentó en mayor proporción que el gasto en educación escolar en los hogares de estos cuatro quintiles. Es decir, además del efecto ingreso descrito en el párrafo anterior, también existe un efecto sustitución que va en el sentido contrario. Esto significa que, en general, el gasto en educación escolar ha perdido importancia en la canasta de consumo de los hogares con escolares, lo que podría tener efectos negativos en la calidad de la educación recibida.



En el caso de los hogares con estudiantes en educación superior, se observa que para los 5 quintiles hubo una disminución real en el gasto en educación superior por estudiante, por lo tanto, el mayor gasto público sí estaría sustituyendo el gasto que antes hacían las familias. Lo positivo es que esta mayor disponibilidad de recursos se ha traducido, en gran parte, en un aumento en el porcentaje del gasto destinado a ítems de primera necesidad como salud, vivienda y servicios básicos, y comunicaciones para los hogares de los cinco quintiles.

Finalmente, sin obviar los efectos positivos de estas reformas¹¹, es importante analizar el real nivel de focalización que éstas logran, es decir, si los beneficios están llegando efectivamente a quienes más lo necesitan. A partir de nuestros hallazgos, podemos concluir que ambas políticas, eliminación del copago y gratuidad en la educación superior, tienden a favorecer proporcionalmente más a los sectores medios que a los sectores de menores ingresos.

Anexo 1: Cambio en la estructura de los hogares

Muestra de hogares con miembros que asisten a la educación escolar (ajustado por factor de expansión)

| Por quintil de ingreso per cápita del hogar | | I | II | III | IV | V | Total |
|---|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| VII EPF | Número de Hogares | 332.052 | 299.091 | 217.943 | 185.991 | 160.305 | 1.195.382 |
| | Tamaño Promedio Hogar | 4,85 | 4,76 | 4,50 | 4,31 | 4,18 | 4,59 |
| | Escolares Promedio Hogar | 1,73 | 1,56 | 1,38 | 1,38 | 1,37 | 1,52 |
| VIII EPF | Número de Hogares | 195.347 | 181.729 | 149.000 | 120.402 | 118.126 | 764.604 |
| | Tamaño Promedio Hogar | 4,92 | 4,66 | 4,45 | 4,09 | 4,01 | 4,50 |
| | Escolares Promedio Hogar | 1,87 | 1,58 | 1,42 | 1,35 | 1,40 | 1,56 |

Muestra de hogares con miembros que asisten a la educación superior (ajustado por factor de expansión)

| Por quintil de ingreso per cápita del hogar | | I | II | III | IV | V | Total |
|---|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| VII EPF | Número de Hogares | 75.007 | 100.309 | 130.913 | 145.864 | 158.971 | 611.064 |
| | Tamaño Promedio Hogar | 5,15 | 4,48 | 4,25 | 3,82 | 3,62 | 4,13 |
| | Estudiantes en Educ. Superior Promedio Hogar | 1,20 | 1,25 | 1,26 | 1,21 | 1,32 | 1,25 |
| VIII EPF | Número de Hogares | 116.790 | 123.714 | 144.795 | 147.822 | 130.297 | 663.418 |
| | Tamaño Promedio Hogar | 4,18 | 4,07 | 4,01 | 3,62 | 3,37 | 3,84 |
| | Estudiantes en Educ. Superior Promedio Hogar | 1,30 | 1,27 | 1,18 | 1,22 | 1,22 | 1,23 |

¹¹ Se observa un importante aumento del número de hogares con miembros asistiendo en la educación superior para los quintiles de menor ingreso. Ajustado por factor de expansión, en el quintil I éstos aumentan de 75.007 a 116.790, en el quintil II aumentan de 100.309 a 123.714 y en el quintil III aumentan de 130.913 a 144.795. Detalles en Anexo 1.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección proyectos de Ley mundo financiero y económico con movimientos en el mes de agosto (incluido septiembre hasta 05/09)

| | Fecha | Proyecto | Boletín * | |
|-------------|---------------------------------|----------|---|----------|
| SENADO | Votados | 27-08-18 | Se aprobó el Informe de la Comisión Mixta recaído en el proyecto de ley, que reajusta el monto del ingreso mínimo mensual, así como de la asignación familiar y maternal, y del subsidio familiar. Con calificación de "discusión inmediata". | 11971-13 |
| | | 07-08-18 | Se aprobó en general y en particular el proyecto de acuerdo, en segundo trámite constitucional, que aprueba el Convenio Chile-Uruguay para eliminar doble tributación. | 11528-10 |
| | | 07-08-18 | Se aprobó en general y en particular el proyecto de acuerdo, en segundo trámite constitucional, que aprueba el Acuerdo de Libre Comercio Chile-Uruguay, suscrito en Montevideo el 4 de octubre de 2016. | 11334-10 |
| | Informados Comisión de Hacienda | 05-09-18 | Aprueba Acuerdo Intercambio Información Tributaria entre Chile y Bermudas. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional. | 11610-10 |
| | | 05-09-18 | Aprueba Acuerdo Intercambio Información Tributaria entre Chile y Jersey. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional. | 11609-11 |
| | | 14-08-17 | Moderniza la legislación bancaria Segundo informe de comisión en Segundo trámite constitucional. | 11269-05 |
| | Vistos Comisión Hacienda | 04-09-18 | Proyecto de ley que crea una sociedad anónima del Estado denominada "Intermediación Financiera S.A." | 11554-05 |
| | | 14-08-18 | Proyecto de ley que modifica la ley N° 19.220, que regula el establecimiento de bolsas de productos agropecuarios. | 9233-01 |
| | | 14-08-18 | 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 |
| C.DIPUTADOS | Votados | 05-09-18 | Aprueba proyecto que "Reajusta el monto del ingreso mínimo mensual, así como la asignación familiar y maternal, y el subsidio familiar". | 12059-13 |
| | | 22-08-17 | Aprueba en general proyecto de Ley que modifica Ley N° 20.416, que fija normas especiales para empresas de menor tamaño, en materia de plazo y procedimiento de pago a micro y pequeñas empresas. Segundo trámite Constitucional. Despachado el proyecto. | 10785-03 |
| | | 09-08-18 | Aprueba acuerdo de asociación económica entre Chile e Indonesia. | 11748-10 |
| | Informados Comisión de Hacienda | 04-09-18 | Mensaje que aprueba homologar trato impositivo (evitar doble tributación), parte del Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico, entre Chile, Colombia, México y Perú. | 11871-10 |
| | | 20-08-18 | Proyecto que "Crea el Consejo Fiscal Autónomo". | 11777-05 |
| | Vistos Comisión Hacienda | 05-09-18 | Proyecto de ley, iniciado en Mensaje, que "Fortalece al Servicio Nacional de Aduanas". | 11627-05 |
| | | 08-08-18 | Proyecto de ley que reajusta el Monto del Ingreso Mínimo Mensual así como de la Asignación Familiar y Maternal y del Subsidio Familiar. "Discusión Inmediata". | 11971-13 |
| | | 01-08-18 | Discusión en particular del proyecto de ley, que crea el Consejo Fiscal Autónomo. | 11777-05 |

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



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Del 1/08 al 6/09

| | Normativas en trámite (últimos 3 meses) | | | Normativas emitidas | | |
|------|---|---|--------|---------------------|--|---------|
| | Nombre | Resumen | Sujeto | Circular | Resumen | Sujeto |
| SBIF | | | | Circular 04/2018 | "Manual Sistema de información. Modifica Tabla 65 "Comunas" por creación de Región de Nuble" | Bancos |
| | | | | Circular 31/08/2018 | Actualiza instrucciones para el reporte de incidentes operacionales y establece lineamientos para la gestión de la Ciberseguridad | Todos |
| | | | | Circular 03/2018 | "Manual Sistema de información. Modifica Tabla 2 "Regiones" por creación de Región de Nuble" | Bancos |
| | | | | Circular 3639 | Recopilación Actualizada de Normas. Capítulo 1-18. Sobre acciones a nombre propio por cuenta de terceros. | Bancos |
| CMF | Modifica Circular 2171 | "Autoriza planes de Ahorro Previsional Voluntario y Planes de Ahorro Previsional Voluntario Colectivo e imparte instrucciones sobre la materia." | Todos | OFC 1058 | Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a agosto de 2018 | Seguros |
| | Modifica NCG 218 | "Imparte instrucciones sobre el Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión (SCOMP) establecido por el artículo 61 bis del D.L. N° 3.500, de 1980." | Todos | OFC 1057 | Comunica tasa de interés de actualización - Septiembre 2018 | Seguros |
| | Propuesta de Circular | "Indica a los órganos de administración de las entidades de infraestructura sometidos a la fiscalización de esta Comisión, que los estándares que deben observar para efectos de gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a su giro y cumplir con sus obligaciones legales, son los principios de infraestructuras financieras de mercado emitidos por CPMI-IOSCO." | Todos | OFC 1056 | Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable para septiembre de 2018. | Seguros |
| | Propuesta Proyecto Normativo | Propuesta de Norma de Carácter General que determina las infracciones de menor entidad que serán sometidas al procedimiento simplificado establecido en el Párrafo 3 del Título IV del D.L. N°3.538 | Todos | OFC 1055 | Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a julio de 2018 | Seguros |
| | | | | OFC 1054 | Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a julio de 2018 | Seguros |
| SP | NT 325 | "Traspos electrónicos de saldos y cuentas personales entre AFP. Modifica el Título III del Libro V, del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones." | AFP | Circular 2049 | Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por la AFC para septiembre de 2018 | AFP |
| | NT 324 | Perfeccionamiento de transacciones de acciones y cuotas de fondos de inversión efectuadas mediante la modalidad de remates de venta. Modifica el Título I del Libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones. | AFP | Circular 2048 | "Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para septiembre de 2018. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP" | AFP |
| | NT 323 | Perfeccionamiento de transacciones de acciones y cuotas de fondos de inversión efectuadas mediante la modalidad de remates de venta. Modifica los Títulos I y VII, del Libro IV, del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía. | AFC | Circular 2047 | Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para septiembre de 2018. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y que corresponde utilizar recargo beneficio AFP | AFP |
| | NT 322 | "Instrucciones sobre el Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión. Modifica el Título II del Libro III del Compendio de Normas de la Superintendencia de Pensiones." | Todos | Circular 2046 | "Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por la AFC para agosto de 2018" | AFC |
| | | | | Circular 2045 | "Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para agosto de 2018. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP" | AFP |
| | | | | Circular 2044 | Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para agosto de 2018. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y que corresponde utilizar recargo beneficio AFP | AFP |

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 en la Universidad de Boston
jgfernandez.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Héctor Acuña, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
hacuna.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

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

DISCLAIMER

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

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

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

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