

# CEF ANÁLISIS

INFORME  
MACROFINANCIERO

N° 84

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

Impactos económicos y financieros del enfoque fiscal de tolerancia cero al déficit del gobierno argentino



## ECONOMÍA NACIONAL

Cae inversión de las empresas ¿y sube el ahorro?



## MERCADO DE CAPITALES

Evolución del impago bancario según el último informe de estabilidad financiera



## MERCADO LABORAL Y PENSIONES

¿Es buena noticia el aumento del ingreso imponible? Menos de lo que parece



## MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

OCTUBRE / NOVIEMBRE



## BOOK REVIEW

"Humor, seriously. Why humor is a secret weapon in Business and life. And how anyone can harness it. Even you."



DESCARGA  
EL INFORME



VER INFORMES  
ANTERIORES



**25**  
AÑOS

CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2024  
NOVIEMBRE

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

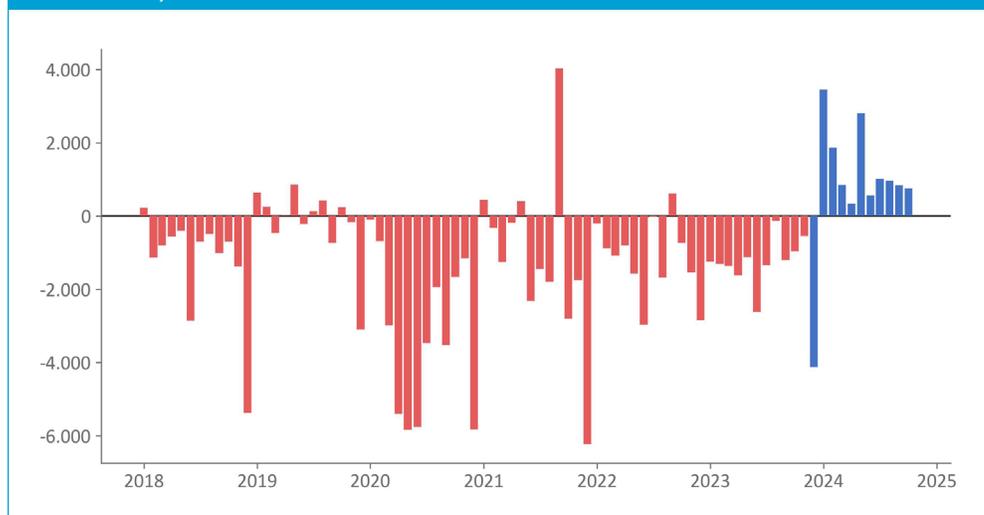
# ECONOMÍA INTERNACIONAL

# IMPACTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS DEL ENFOQUE FISCAL DE TOLERANCIA CERO AL DÉFICIT DEL GOBIERNO ARGENTINO

En informes anteriores, destacamos el superávit fiscal primario logrado por el gobierno de Javier Milei durante los tres primeros meses del año<sup>1</sup>. Al analizar la evolución posterior, observamos que esta tendencia se ha mantenido: como se muestra en el Gráfico N°1, durante los siete meses siguientes continuó registrando de manera consecutiva superávit fiscal primario<sup>2</sup>. De esta forma, hasta octubre de este año, Argentina acumuló un superávit que, en términos reales, asciende a AR\$13.422 mil millones<sup>3</sup>, un logro significativo considerando que, hasta diciembre de 2023, el resultado fiscal primario era deficitario. Según estimaciones del gobierno argentino, este monto representa aproximadamente el 1,8% del PIB. Por su parte, el balance fiscal financiero, que incluye el pago de los intereses de la gigantesca deuda pública acumulada, registra un superávit del 0,5% del PIB durante los primeros diez meses, superando ampliamente las pautas establecidas por organismos como el FMI al otorgar paquetes de ayuda.

La explicación detrás de estos superávits sigue siendo la misma que destacamos en el informe anterior: se debe exclusivamente al estricto ajuste del gasto público. En octubre, en comparación con el mismo mes del año pasado, los ingresos fiscales reales cayeron un 9%, mientras que el gasto público se redujo en una magnitud mucho mayor, un 23% en términos reales.

GRÁFICO N°1: RESULTADO FISCAL PRIMARIO GOBIERNO ARGENTINO (\$AR MILES DE MILLONES A PRECIOS OCTUBRE 2024)



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas del Ministerio de Economía de Argentina.

— Pre Milei  
— Gobierno Milei

<sup>1</sup> Informe Macro-Financiero, mayo 2024. Disponible en este [enlace](#).

<sup>2</sup> Antes del pago de intereses.

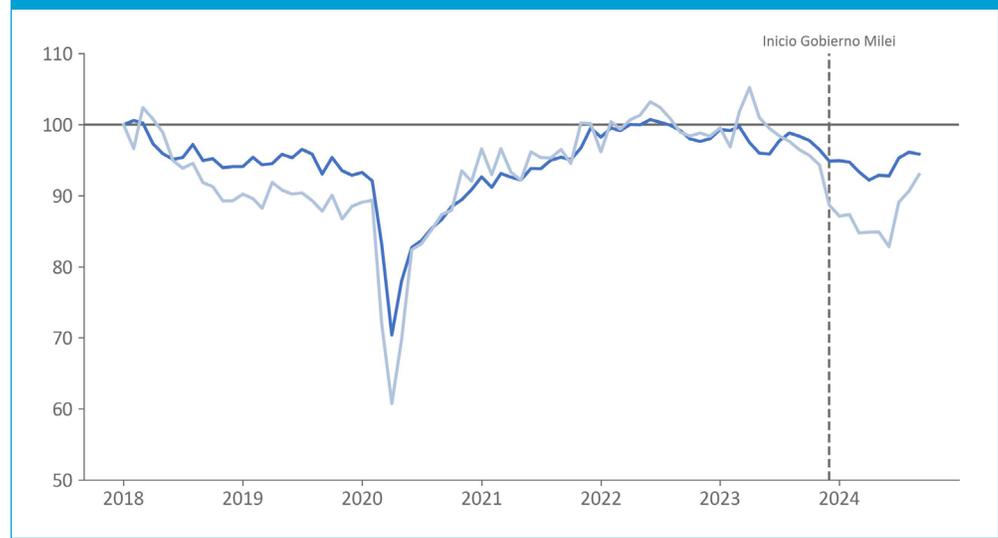
<sup>3</sup> A precios de octubre de 2024.



¿Cuáles han sido los efectos en las variables económicas y financieras clave derivados de este enfoque central de la política fiscal de Milei, basado en la tolerancia cero a los déficits? En primer lugar, en cuanto a la actividad económica, vemos que esto impactó negativamente, como era de esperar. El menor gasto del gobierno redujo la demanda interna, afectando a sectores clave como la industria manufacturera (alimentos y bebidas, textiles, productos químicos, automóviles, entre otros), lo que ralentizó el crecimiento económico y profundizó la desaceleración de la economía.

Como muestra el Gráfico N°2, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por estacionalidad registró una **caída de aproximadamente 2%** entre diciembre 2023 y junio de este año. Por su parte, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) experimentó una **reducción aún mayor de casi 7%** en el mismo período, exacerbada por la reducción de la demanda, ya que este indicador ya venía mostrando caídas previamente a la llegada de Milei<sup>4</sup>. Sin embargo, lo favorable es que este efecto parece haberse ido compensando con otros factores positivos relacionados probablemente con el poder adquisitivo, lo que permitió que ambos indicadores comenzaran a recuperar los niveles que tenían a finales del año pasado, ubicándose en septiembre 2024 bastante cerca de los valores observados en noviembre de 2023.

GRÁFICO N°2: EMAE Y IPI (ÍNDICE DESESTACIONALAZDO ENE.2018=100)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

— EMAE  
— IPI manufacturero

<sup>4</sup>Javier Milei asumió la presidencia de Argentina el 10 de diciembre de 2023. Por lo tanto, a partir de esa fecha, se consideran los periodos correspondientes a su gobierno.



Por otro lado, la política fiscal contractiva de Milei, sumada también a otros factores tradicionales como la política monetaria implementada, ha permitido que la inflación en Argentina descienda fuertemente y se ubique en su nivel más bajo desde finales de 2021, lo que se espera continúe el próximo año. En concreto, como se observa en el Gráfico N°3, en octubre la variación mensual del IPC general se ubicó en 2,7%, y la del IPC núcleo en 2,9%, en tanto que, en el mismo mes del año pasado, dichas variaciones eran de 8,3% y 8,8%, respectivamente. Esta moderación de la inflación ha sido más rápida de lo esperado por los economistas, ya que la mayoría de los meses del año las variaciones han sorprendido a la baja. Desde diciembre del año pasado, las sorpresas acumuladas han sido de -8,6 puntos porcentuales para el IPC general y de -8,8 puntos porcentuales para el IPC núcleo, según la mediana de la última encuesta del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) previo a la publicación de los datos (ver Gráfico N°4).

Dada la caída de la presión inflacionaria, los salarios reales han crecido a una tasa mensual positiva, superior a su estacionalidad histórica, que generalmente había mostrado valores negativos. Como se observa en el Gráfico N°5, las variaciones de los salarios reales desde mayo de 2024 han sido significativamente superiores a la mediana registrada durante el mismo mes entre 2017 y 2023, e incluso por sobre valores más extremos, ubicándose por encima del percentil 90 (P90). Este fenómeno se explica principalmente por el sector privado, especialmente el sector informal. De esta manera, el poder adquisitivo de una parte importante de los hogares argentinos se ha visto favorecido en la segunda mitad de este año, lo que podría estar contribuyendo a la recuperación de la economía mencionada, a pesar de los ajustes a la baja en el gasto público.

Por último, la acumulación de superávits fiscales ha provocado una caída pronunciada en el riesgo país de Argentina, ya que la capacidad de pago del país mejora prácticamente de manera inmediata. De acuerdo con el índice EMBI<sup>5</sup>, el riesgo argentino, aunque todavía se encuentra por encima del promedio global, ha disminuido en mayor medida que este. Específicamente, como se observa en el Gráfico N°6, si comparamos con los promedios de 2023, el EMBI argentino se encuentra casi 1.500 puntos base por debajo, mientras que el promedio global está solo 720 puntos base por debajo. En términos relativos, también se observa una caída mayor en Argentina, del 66%, frente al 19% a nivel mundial. La disminución del riesgo país en Argentina es aún más pronunciada cuando se compara con la región, ya que, en comparación con su promedio del año pasado, el riesgo país en América Latina no solo ha dejado de caer, sino que ha aumentado un 30%. De esta manera, la política fiscal del gobierno ha sido exitosa en mejorar la percepción del riesgo país en el mercado financiero, tanto a nivel temporal (en comparación con el pasado reciente de Argentina) como a nivel global y regional.

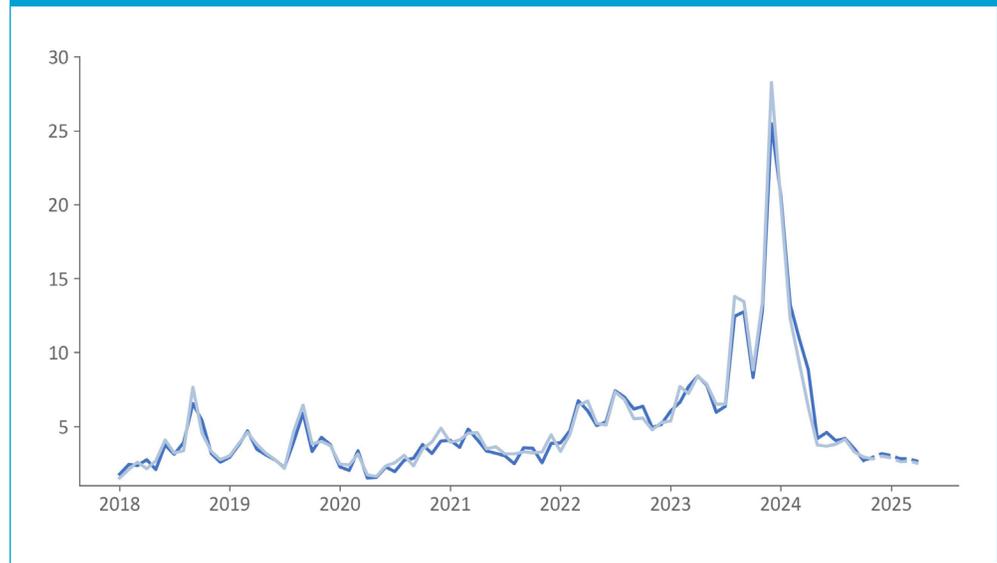
En conclusión, la retirada de estímulos en forma de gasto público por parte del gobierno de Milei ha permitido lograr un superávit fiscal durante todo este año. Esto ha llevado a un ajuste económico, pero parece haber llegado a su fin, ya que el control de la hiperinflación ha mejorado la capacidad económica de los hogares. Finalmente, el superávit fiscal también ha contribuido a una reducción del riesgo país, ya que la mejora en la capacidad de pago del país ha generado una mayor confianza en los mercados financieros.

<sup>5</sup> Índice calculado por J.P. Morgan que mide el diferencial de rendimiento entre los bonos soberanos en dólares emitidos por un país en particular y los bonos del Tesoro de Estados Unidos.



**ECONOMÍA INTEERNACIONAL**

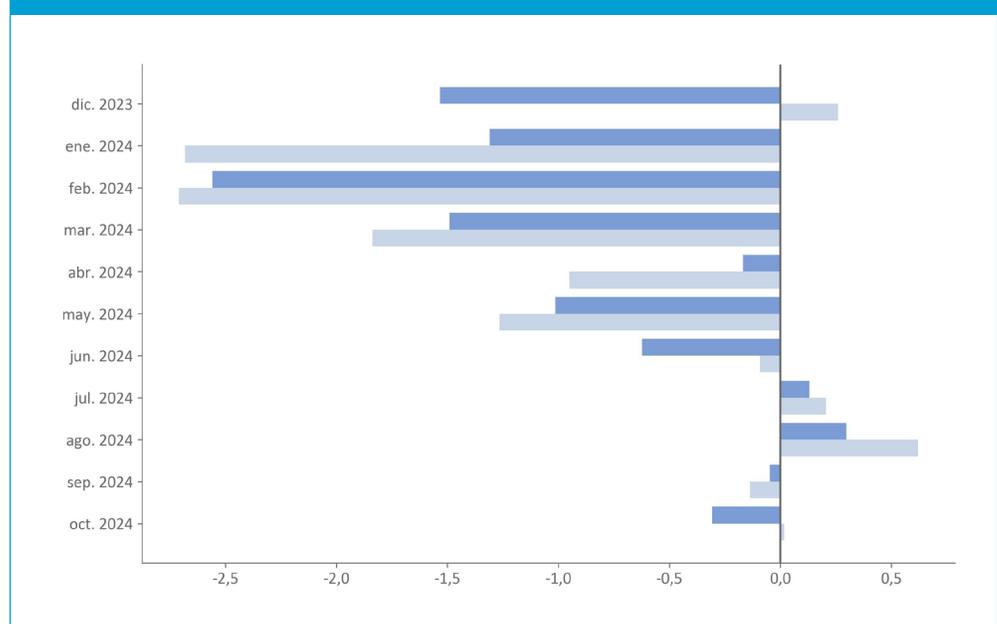
GRÁFICO N°3: VARIACIÓN MENSUAL IPC GENERAL Y NÚCLEO (%)



Las líneas punteadas representan las expectativas de la encuesta REM (mediana).

— General  
 — Núcleo

GRÁFICO N°4: SORPRESAS INFLACIONARIAS (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

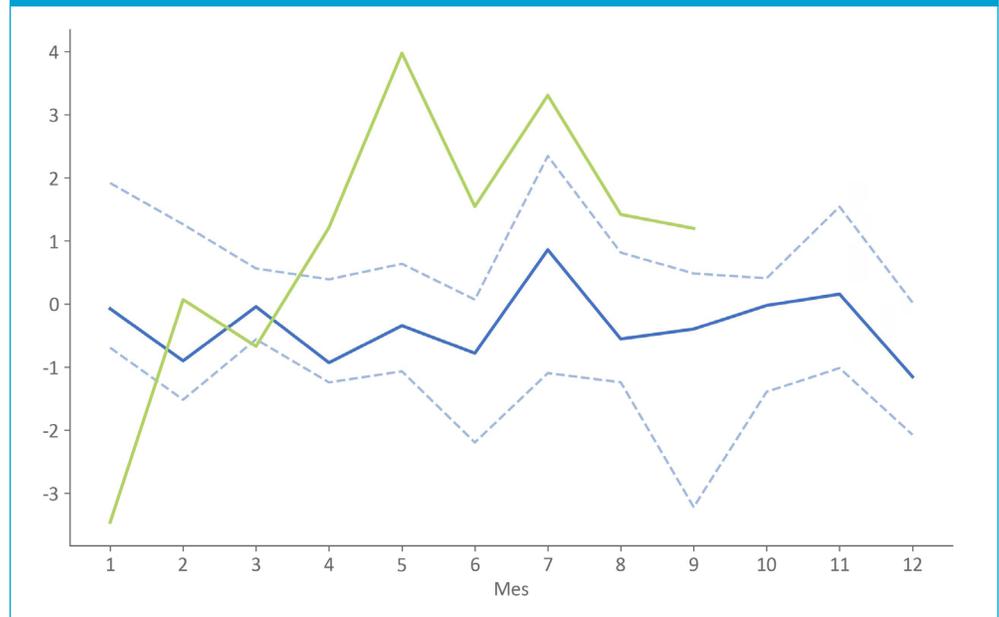
Nota: Sorpresas calculadas como la diferencia entre el dato efectivo y la mediana de la encuesta REM de la variación mensual.

— General  
 — Núcleo



**ECONOMÍA INTEERNACIONAL**

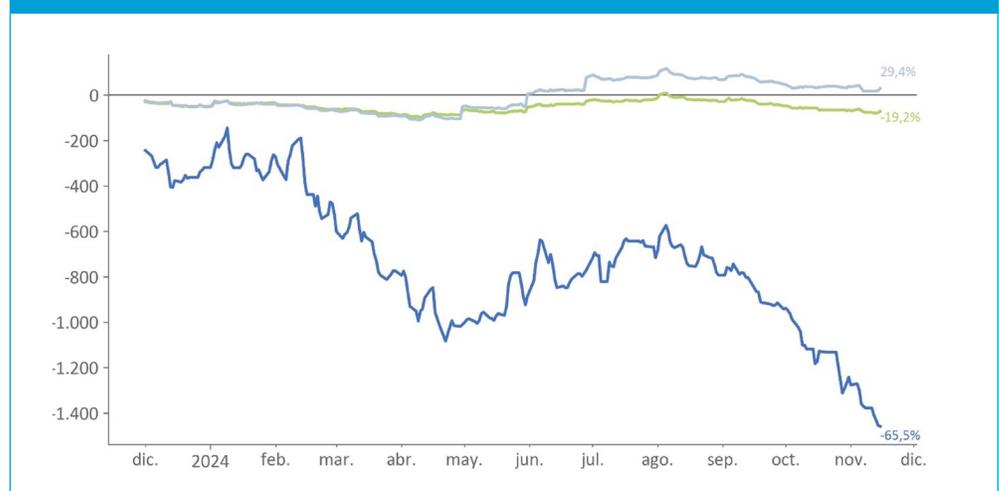
GRÁFICO N°5: VARIACIÓN MENSUAL SALARIO (%)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

— Medina (2017-2003)  
 - - - P10-P90 (2017-2003)  
 — 2024

GRÁFICO N°6: VARIACIÓN EMBI SEGÚN PROMEDIO 2023 (PUNTOS BASE)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

Nota: Los datos están en variación absoluta, y los números al final indican la variación porcentual. Actualizados hasta el cierre de la segunda semana de noviembre.

— Argentina  
 — Am. Latina  
 — Global



25 AÑOS

CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2024  
NOVIEMBRE

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# ECONOMÍA NACIONAL

# CAE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS ¿Y SUBE EL AHORRO?

## ECONOMÍA NACIONAL

Las cifras de actividad siguen siendo desalentadoras, especialmente para el gobierno, que ha mantenido una perspectiva consistentemente más optimista que los analistas del sector privado, el Banco Central y los organismos internacionales. Por ejemplo, el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del tercer trimestre proyectaba un crecimiento de 2,6%, mientras que la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de octubre era de 2,4%<sup>1</sup>, y tanto el escenario central del IPoM de septiembre como el último informe de perspectivas económicas del Fondo Monetario Internacional (FMI) lo situaban en 2,5%. Recientemente, tras conocer la cifra del Imacec de septiembre pasado, el ministro de Hacienda, Mario Marcel, reconoció la imposibilidad de cumplir con la expectativa de crecimiento del IFP para este año. En cualquier caso, cifras inferiores al crecimiento mundial, estimado en 3,2% para este año según el FMI, representan un mal resultado. Se trata de variaciones mínimas que no cambian el diagnóstico de una economía estancada desde hace más de una década.

En este contexto, bastante desalentador, el ministro trató de moderar el pesimismo planteando que “muchas empresas están teniendo buenos resultados, pero están ahorrando en vez de invertir”. Este es un aspecto interesante, que lleva a analizar lo que está ocurriendo con las cifras de ahorro e inversión en Chile, y no sólo agregadas, sino también en los distintos sectores institucionales, es decir, empresas, hogares y gobierno, a través del análisis las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI).

Como muestra el Gráfico N°1, la tasa de ahorro nacional, medida como porcentaje del PIB y en promedio móvil anual, ha tendido a aumentar durante el último año, alcanzando casi un 20% en el segundo trimestre, luego de los mínimos registrados en 2022 como resultado de los estímulos excesivos durante la pandemia. Sin embargo, sigue siendo muy baja desde una perspectiva histórica, ubicándose más de 4 puntos porcentuales por debajo del promedio entre 2004 y 2019. De esta forma, a pesar de que ha habido una recuperación en el ahorro, este aumento parece insuficiente para impulsar una recuperación en la tasa de inversión agregada<sup>2</sup>, que también se encuentra por debajo del promedio del mismo período anterior (casi dos puntos porcentuales menos). Al parecer, tanto la tasa de ahorro como la de inversión continúan representando una restricción para que Chile pueda alcanzar mayores cifras de crecimiento económico. ¿Ocurre lo mismo en cada sector institucional que lo genera?

El ahorro desglosado por nivel institucional muestra que la mejora del ahorro agregado en el último año se explica principalmente por el incremento en el ahorro de las Empresas No Financieras, así como por una recuperación en el ahorro de los Hogares y de las Instituciones Privadas Sin Fines de Lucro (IPSFL). No obstante, esta recuperación representa en gran medida un retorno a los valores previos a la pandemia (por ejemplo, en comparación con el último trimestre de 2019), los cuales, en el caso de los hogares, aún no se han alcanzado por completo. Por su parte, el ahorro del Gobierno General ha disminuido

<sup>1</sup> La mediana para el mes de noviembre se redujo a 2,2%.

<sup>2</sup> Calculada según la reorganización de la siguiente fórmula según los datos de CNSI: Capacidad/Necesidad de financiamiento = Ahorro - Inversión

recientemente, acercándose a cero, un valor inferior al observado justo antes de la pandemia y significativamente menor que el registrado durante el período 2004-2019, que abarca el ciclo de bonanza del precio del cobre y un lapso de elevado ahorro fiscal bajo la ley del balance cíclicamente ajustado, anteriormente denominada regla del superávit estructural (ver Gráfico N°2 y Panel A, B, C y D del Gráfico N°4).

En cuanto a la inversión según cada sector institucional, observamos que la tasa de las Empresas No Financieras ha tendido a caer, ubicándose en 16,7% en el último año, ligeramente por debajo del promedio de 17% registrado entre 2004 y 2019. Esta disminución ocurre a pesar del incremento en la tasa de ahorro de las empresas, que, como mencionamos anteriormente, ya ha recuperado su nivel previo a la pandemia y supera el promedio histórico de 10,4%. ¿Significa esto que realmente existe espacio para que las empresas aumenten su tasa de inversión? No necesariamente: aunque el déficit de financiamiento es algo menor que el promedio histórico, esta situación podría reflejar una necesidad de reducir los niveles de endeudamiento más que una intención de aumentar la inversión en el futuro, especialmente considerando que las tasas de interés a largo plazo han subido, encareciendo el financiamiento externo.

De esta forma, siendo las Empresas No Financieras las principales responsables del ahorro y la inversión nacional, y representando en promedio más del 70% de este último componente en Chile, resulta fundamental implementar políticas que fomenten ambos para asegurar un crecimiento sólido. Sin embargo, las políticas recientes han ido en la dirección contraria en aspectos como tributación, permisos, certeza jurídica y costos laborales (ver Gráfico N°3, y Panel A del Gráfico N°4).

Para los Hogares y las IPSFL, la tasa de inversión muestra una leve tendencia decreciente, ubicándose por debajo de su promedio histórico. Por la vía del financiamiento propio para impulsar la inversión, no parece haber mucho espacio, ya que, como se mencionó, el aumento en la tasa de ahorro observado recientemente es insuficiente, sin llegar a compensar las importantes caídas registradas durante la pandemia. De esta forma, este menor superávit de los hogares respecto a niveles anteriores señala una baja posibilidad de mejorar la inversión de los hogares, además de reducir el margen para financiar a otros sectores institucionales (ver Gráfico N°3 y Panel B del Gráfico N°4).

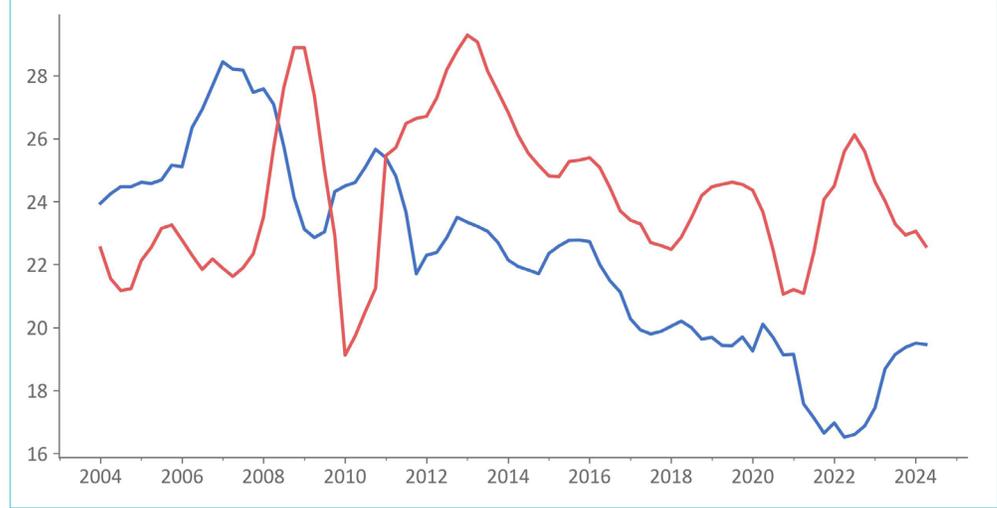
Para el sector de Gobierno General, la inversión con respecto al PIB se encuentra prácticamente estancada y enfrenta limitaciones significativas para aumentar debido al complejo deterioro fiscal y a la caída del ahorro mencionada (ver Gráfico N°3 y Panel C del Gráfico N°4). Así, los indicios sugieren nuevamente que la principal vía para lograr un aumento en la inversión debería centrarse en el impulso de decisiones de inversión desde el sector empresarial. La clave sería implementar iniciativas que generen un entorno más favorable para asumir riesgos e invertir en nuevos proyectos, ya que, aunque muchas empresas están obteniendo buenos resultados y acumulando ahorros, como mencionó el ministro Marcel, estos ahorros no alcanzan para compensar la falta de inversión necesaria para sostener un crecimiento económico comparable al de la primera década del siglo.





**ECONOMÍA NACIONAL**

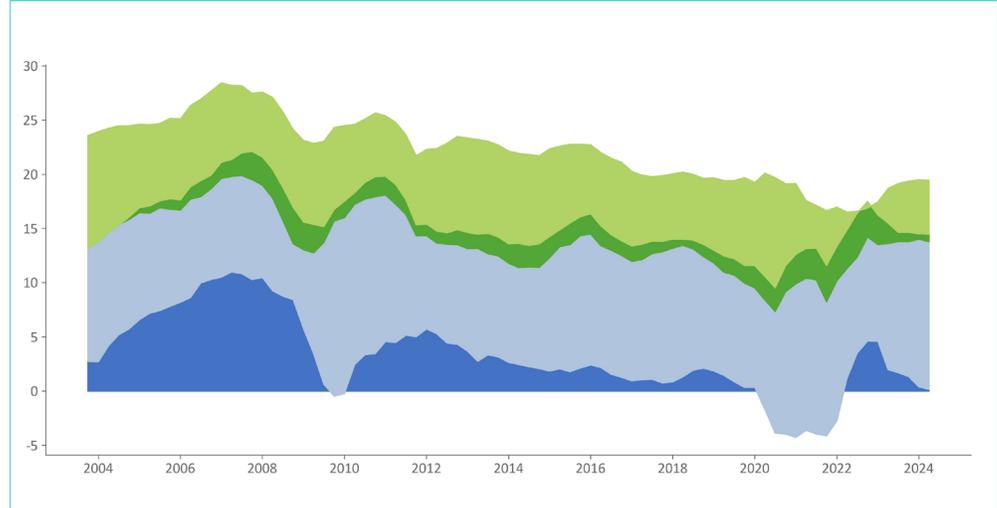
GRÁFICO N°1: TASA DE AHORRO E INVERSIÓN AGREGADA (% DEL PIB, PROM. MÓVIL ANUAL)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

— Ahorro Bruto — Inversión

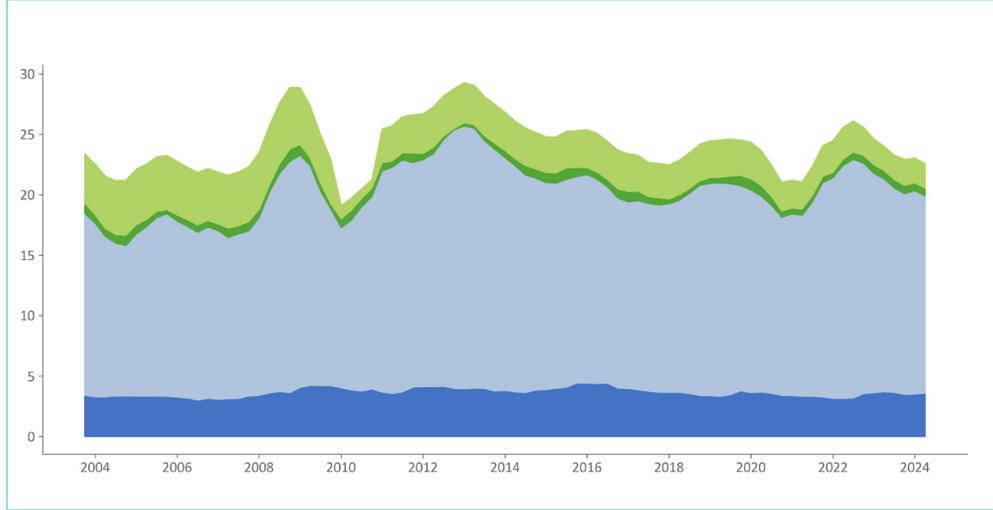
GRÁFICO N°2: TASA DE AHORRO POR SECTOR INSTITUCIONAL (% DEL PIB, PROM. MÓVIL ANUAL)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

— Gobierno General — Empresas no financieras  
 — Soc. Financieras — Hogares e IPSFL

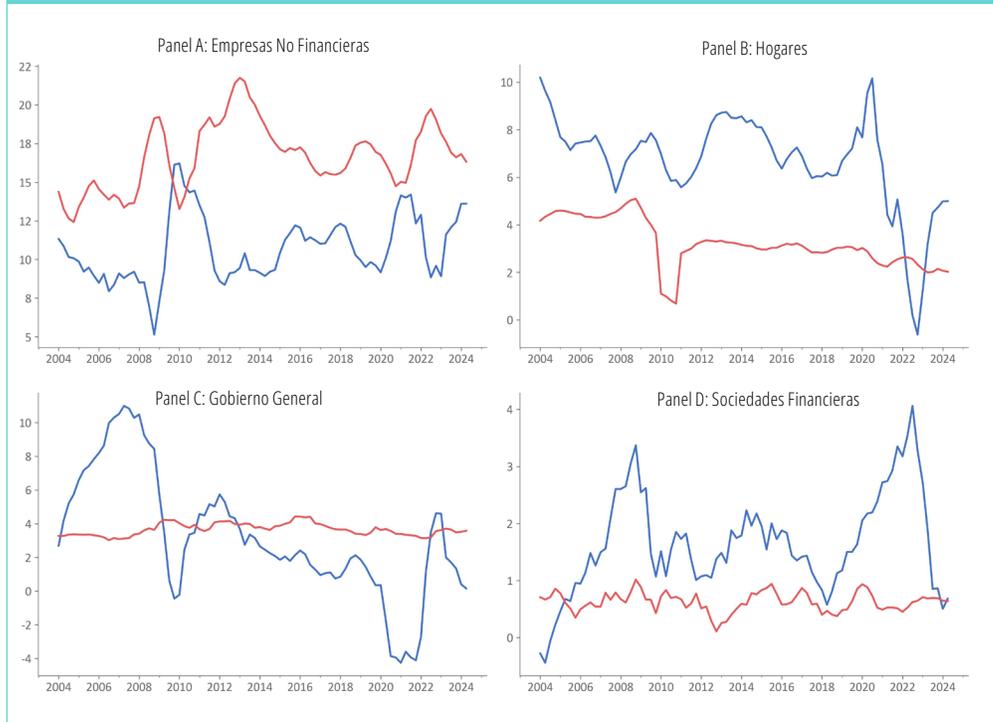
GRÁFICO N°3: TASA DE INVERSIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL (% DEL PIB, PROM. MÓVIL ANUAL)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

- Gobierno General
- Empresas no financieras
- Soc. Financieras
- Hogares e IPSFL

GRÁFICO N°4: TASA DE AHORRO VERSUS INVERSIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL (% DEL PIB, PROM. MÓVIL ANUAL)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

- Ahorro Bruto
- Inversión



**25**  
AÑOS

CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

**2024**  
**NOVIEMBRE**

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# MERCADO DE CAPITALES

# EVOLUCIÓN DEL IMPAGO BANCARIO SEGÚN EL ÚLTIMO INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

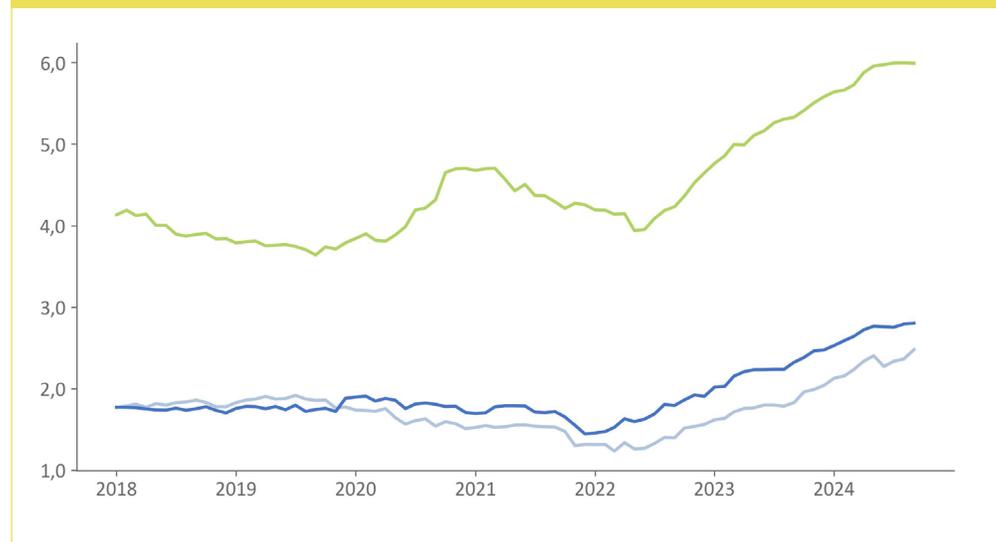
CEF ANÁLISIS  
NOVIEMBRE 2024

## MERCADO DE CAPITALES

Anteriormente, en la sección de economía nacional, analizamos el ahorro de las empresas y los hogares como un reflejo de su capacidad para acumular recursos, fortalecerse financieramente y, eventualmente, aumentar su inversión a través del autofinanciamiento. A raíz del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre de este año publicado por el Banco Central, en esta sección se examinará el concepto contrario: el impago de deudas por parte de los mismos agentes que son usuarios del crédito.

El **impago bancario en el segmento comercial**<sup>1</sup> continuó en aumento, evidenciando un deterioro en esta cartera. Así, diversos indicadores de morosidad continuaron registrando incrementos. Como se puede ver en el Gráfico N°1, el Índice de Cuota Impaga (ICI)<sup>2</sup> mantuvo su tendencia al alza, alcanzando un nivel récord de 2,5% en septiembre de este año, casi un punto porcentual por encima del promedio observado antes de la pandemia (2018-2019). Por otro lado, la morosidad también alcanzó su mayor nivel desde 2018, situándose en 2,8% durante el mismo mes, mientras que el incumplimiento permaneció en 6%, estancado en ese valor máximo desde mayo de este año.

GRÁFICO N°1: INDICADORES DE MOROSIDAD SEGMENTO COMERCIAL (%)



Fuente: IEF 2S2024, Banco Central de Chile.

— ICI  
— Mora  
— Incumplimiento

<sup>1</sup> Empresas con financiamiento bancario local.

<sup>2</sup> El ICI proviene del archivo "Sistema de Deudores" de la CMF y se calcula como la deuda vencida con atraso entre 90 días y hasta 3 años, dividida por la suma de la deuda al día y la deuda con atraso de hasta 3 años. Por otro lado, el Índice de Mora corresponde al dato contable de mora comercial, definido como el total de deudas con atraso mayor o igual a 90 días, dividido por la cartera comercial total. En otras palabras, el ICI considera únicamente el monto de las obligaciones que no han sido pagadas, mientras que el Índice de Mora toma en cuenta el total del crédito, incluso si solo algunas cuotas están en condición de morosidad. Por último, el Índice de Incumplimiento incluye no sólo los créditos totales en impago, sino también aquellos con baja probabilidad de recuperación, ya que reflejan una capacidad de pago deteriorada o inexistente.

Al desglosar por distintos sectores o grupos de empresas, este aumento en el impago se explica por una amplia mayoría de firmas. Sin embargo, el IEF destaca un empeoramiento más marcado en aquellas vinculadas a los sectores de comercio, inmobiliario y construcción, así como en las que accedieron a créditos del Fondo de Garantía para Pequeños y Medianos Empresarios (FOGAPE)<sup>3</sup> durante la pandemia.

En lo que respecta al sector comercio, que representa el 18% del total de colocaciones comerciales, el ICI alcanzó su nivel más alto de los últimos 15 años, situándose en un 4,2% de las colocaciones del sector en septiembre de este año, como se muestra en el Panel A del Gráfico N°2. El IEF atribuye este aumento a la debilidad de las ventas, que ha afectado la capacidad de pago del sector debido a que la demanda agregada tuvo un desempeño peor al esperado durante el segundo trimestre de 2024, impulsado principalmente por la caída en el consumo privado, destacándose la reducción del gasto de los hogares en bienes no durables y servicios<sup>4</sup>.

El ICI de las empresas inmobiliarias, que representan un quinto del total de colocaciones comerciales, alcanzó también un máximo, posicionándose en 1,7% durante septiembre (ver nuevamente Panel A del Gráfico N°1). La fragilidad en las ventas de este sector es también la razón detrás de esta situación, ya que, según el mismo informe, durante los primeros nueve meses de 2024 se registró una caída del 13% en las unidades de viviendas vendidas en comparación con el mismo periodo de 2023. A su vez, el stock disponible de viviendas terminadas en la RM alcanzó 52% al tercer trimestre de 2024, muy por sobre el promedio histórico de 43%.

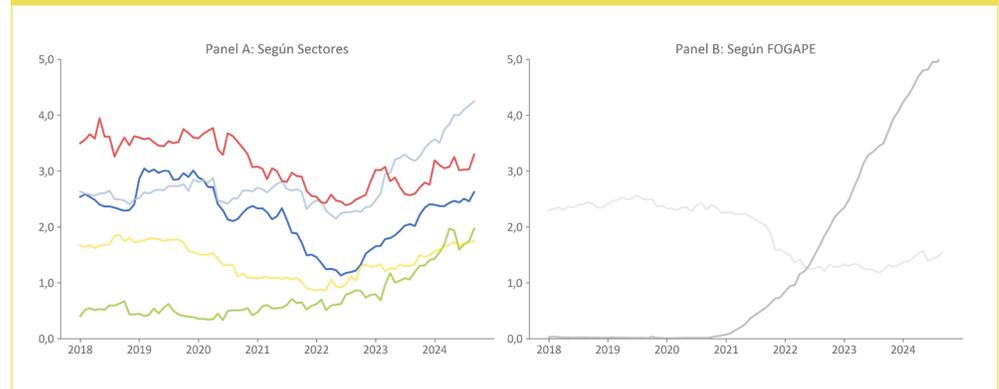
Por su parte, las constructoras han experimentado un aumento en su impago bancario en los últimos meses, con el ICI alcanzando un 3,3% (ver nuevamente Panel A del Gráfico N°1). Aunque este nivel aún se encuentra por debajo del promedio previo a la pandemia, el aumento reciente se explica por los mismos problemas que enfrentan las inmobiliarias: la lenta venta de viviendas y el elevado stock de unidades terminadas. Esta situación reduce los incentivos para iniciar nuevos proyectos, impactando directamente en la actividad del sector constructor.

Por otro lado, el agrupamiento de empresas que recibieron FOGAPE frente a aquellas que no muestra claramente, como se observa en el Panel B del Gráfico N°2, que las primeras han incrementado significativamente sus impagos en comparación con las segundas. En septiembre, las empresas con FOGAPE alcanzaron un ICI de 5,2%, mientras que las que no accedieron registraron un ICI de 2,5%, es decir, la mitad. Esta diferencia podría atribuirse a la naturaleza del FOGAPE, diseñado para asistir a empresas en condiciones financieras más vulnerables, particularmente durante la pandemia. Estas empresas ya enfrentaban mayores riesgos y, probablemente, al no experimentar una recuperación económica suficientemente sólida, han enfrentado dificultades para cumplir con sus compromisos financieros.

<sup>3</sup>Corresponde a FOGAPE COVID-19 y Reactiva. El primero, implementado en 2020, otorgó créditos garantizados por el Estado para apoyar a las MiPymes afectadas por la pandemia, principalmente destinados a capital de trabajo. En 2021, el FOGAPE Reactiva amplió su alcance, permitiendo financiar inversiones y refinanciamiento, con plazos extendidos y condiciones más flexibles para impulsar la reactivación económica.

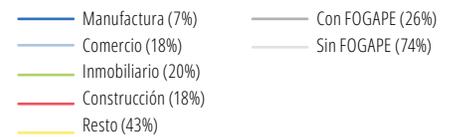
<sup>4</sup>Durante el tercer trimestre, cuyos datos se conocieron tras el cierre estadístico del IEF, el consumo privado aumentó sólo un 0,1% respecto al trimestre previo, lo que evidencia un estancamiento. De hecho, esto se observa en todos los componentes del consumo privado.

GRÁFICO N°2: ICI SEGMENTO COMERCIAL POR SECTORES ECONÓMICOS/ACCESO A FOGAPE (%)



Fuente: IEF 2S2024, Banco Central de Chile.

Nota: Resto del Panel A, se refiere a sectores económicos como: Agricultura, Minería, SS.FF., Transporte y Telecomunicaciones, RR.NN. y sin clasificación. Entre paréntesis, porcentaje de participación en el total de las colocaciones comerciales a septiembre 2024.

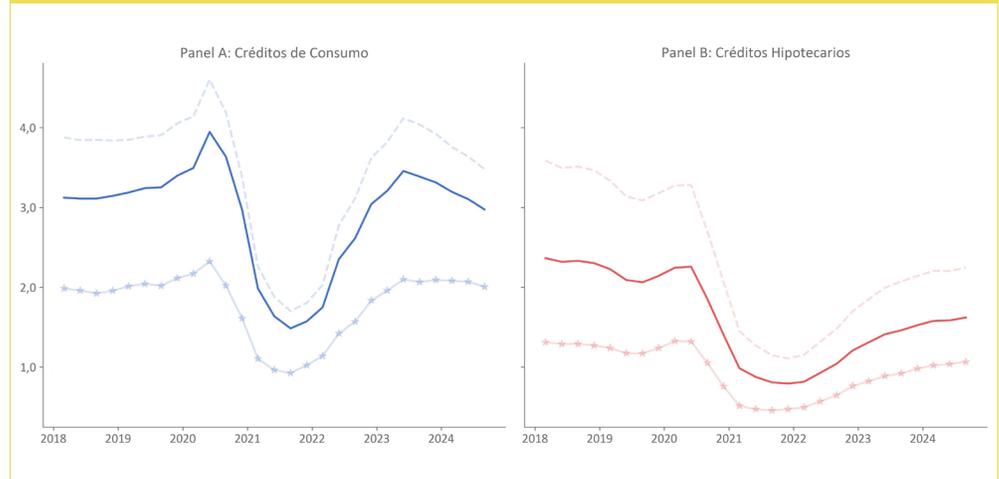


La **situación de impago bancario de los hogares** mostró una mejora en el segmento de créditos de consumo. Durante el tercer trimestre de este año, el porcentaje de deudores en situación de impago (tasa de impago) fue de 3%, inferior al registrado el trimestre anterior y al promedio observado previo a la pandemia, ambos en torno al 3,1%. Según el informe, esta disminución se explica principalmente por la reducción en el impago de los deudores de menores ingresos. Como se evidencia en el Panel A del Gráfico N°3, la tasa de impago de las personas pertenecientes a los quintiles 1 a 4 disminuyó desde sus máximos de 4,1% a mediados del año pasado, a 3,5% en el tercer trimestre de este año; mientras que, durante ese mismo período, la tasa de los individuos del quintil 5 se mantuvo estable en torno al 2,1%.

Lo que resulta más preocupante es la morosidad de los hogares en el segmento hipotecario. La tasa de impago de estos créditos ha mantenido una tendencia al alza desde inicios de 2022, ubicándose en 1,6% durante el tercer trimestre de este año. Como se observa en el Panel B, este aumento afecta a todos los quintiles de ingresos. Sin embargo, lo positivo es que aún no se han alcanzado los promedios registrados antes de la pandemia.

El IEF advierte que este incremento podría deberse, principalmente, a los impagos de inversionistas que adquirieron viviendas como activos de inversión, financiándolas mediante créditos hipotecarios y dependiendo de los ingresos por arriendo para cumplir con sus compromisos financieros. Este modelo de financiamiento ha sido afectado por la caída de los precios de arriendo, que en 2023 disminuyeron alrededor de un 9% para departamentos y un 5% para casas.

GRÁFICO N°3: TASA DE IMPAGO CRÉDITOS DE CONSUMO E HIPOTECARIOS POR QUINTIL DE INGRESOS (%)



Fuente: IEF 2S2024, Banco Central de Chile.

Nota: Quintil 1 a 4 incluye a quienes tienen ingresos de hasta \$1.365.000, mientras que Quintil 5 comprende ingresos de hasta \$2.800.000, truncado debido al tope imponible.

— Total (consumo) — Total (hipotecarios)  
 - - - Quintil 1 a 4 (consumo) - - - Quintil 1 a 4 (hipotecarios)  
 \* Quintil 5 (consumo) \* Quintil 5 (hipotecarios)

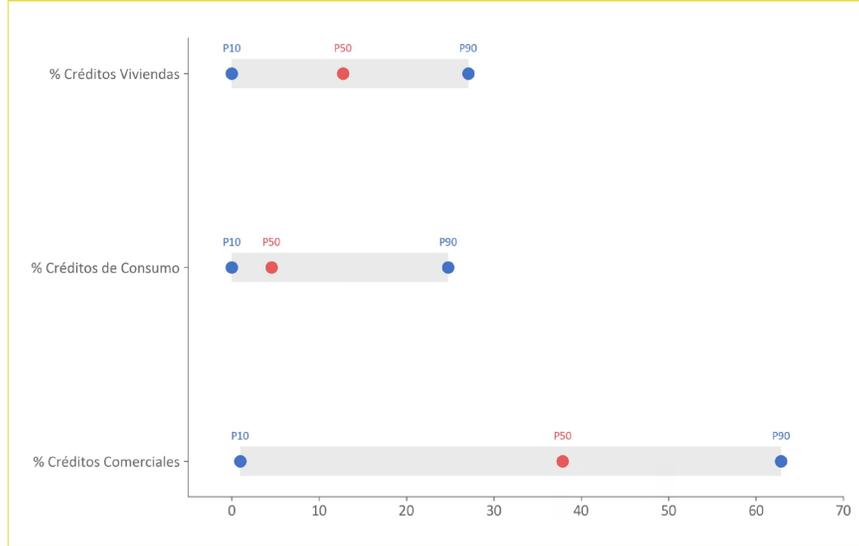
El reciente aumento de impagos en los créditos comerciales e hipotecarios plantea la duda de si esta situación representa un problema que podría comprometer la estabilidad bancaria. En lo que respecta al aumento de los créditos hipotecarios, esta situación no parece representar, por el momento, un riesgo significativo para el sistema bancario. Los niveles actuales de impago se mantienen por debajo de los valores registrados en el pasado, y en esos períodos, cuando los niveles fueron superiores, no se observaron consecuencias adversas. Además, estos créditos en general representan un porcentaje relativamente bajo del total de activos de cada banco. Según los estados financieros consolidados de los 17 bancos existentes, con fecha de septiembre de 2024, la mediana del porcentaje de colocaciones de vivienda en relación con los activos totales de los bancos es solo del 13%. Por otro lado, en la parte alta de la distribución, este valor asciende aproximadamente al 27%, sin llegar siquiera a un tercio del total de los activos (ver Gráfico N°4).

El aumento del impago en los créditos comerciales podría acarrear mayores dificultades, ya que estos niveles no se han observado en al menos la última década y, en general, tienden a representar una parte importante de los activos. La mediana de las colocaciones comerciales como porcentaje de los activos es casi del 40%, y en los casos más extremos, este porcentaje supera el 60% (ver nuevamente Gráfico N°4). Esta situación resulta más compleja, ya que, al representar una porción significativa de los activos de los bancos, un aumento en los impagos podría comprometer la solvencia de las instituciones financieras. No obstante, el informe destaca que no existen grandes preocupaciones, ya que la banca se encuentra en una posición adecuada para enfrentar eventos severos, al tener una parte significativa de la cartera comercial en incumplimiento respaldada por provisiones específicas y adicionales. Según nuestras estimaciones, y tal como se ilustra en el Gráfico N°5, aproximadamente el 70% de la deuda comercial, catalogada en carácter de incumplimiento, está respaldada por provisiones, lo que se encuentra bastante alineado con el promedio pre-pandemia de 71%. Además, las provisiones representan casi el doble de la cartera comercial en mora.

MERCADO DE CAPITALES

En definitiva, si bien no es ideal que aumenten los impagos, la banca cuenta con una serie de mitigadores efectivos, respaldados por la regulación prudencial del Banco Central de Chile y otras entidades regulatorias. Estas normativas están diseñadas para asegurar la solidez del sistema financiero frente a situaciones adversas. Gracias a las provisiones adecuadas, las garantías y los requisitos de capital establecidos, las instituciones financieras están bien posicionadas para enfrentar eventos complejos y emergentes, lo que refuerza su capacidad para mantener la estabilidad del sistema en tiempos de incertidumbre.

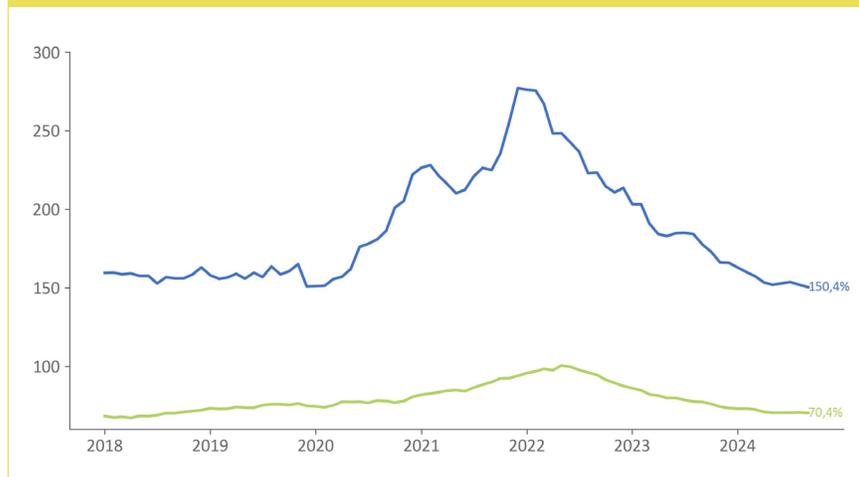
GRÁFICO N°4: DISTRIBUCIÓN DE LAS COLOCACIONES COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE LOS ACTIVOS DE CADA BANCO EN SEPTIEMBRE DE 2024 (%)



Fuente: Elaboración propia en base a CMF.

Nota: Se consideran las 17 instituciones bancarias que reportan sus estados financieros a la CMF.

GRÁFICO N°5: PORCENTAJE DE COLOCACIONES COMERCIALES EN MORA E INCUMPLIMIENTO RESPALDADA POR PROVISIONES (%)



Fuente: Elaboración propia en base a IEF 2S2024, Banco Central de Chile.

— Mora  
 — Incumplimiento



**25**  
AÑOS

CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2024  
NOVIEMBRE

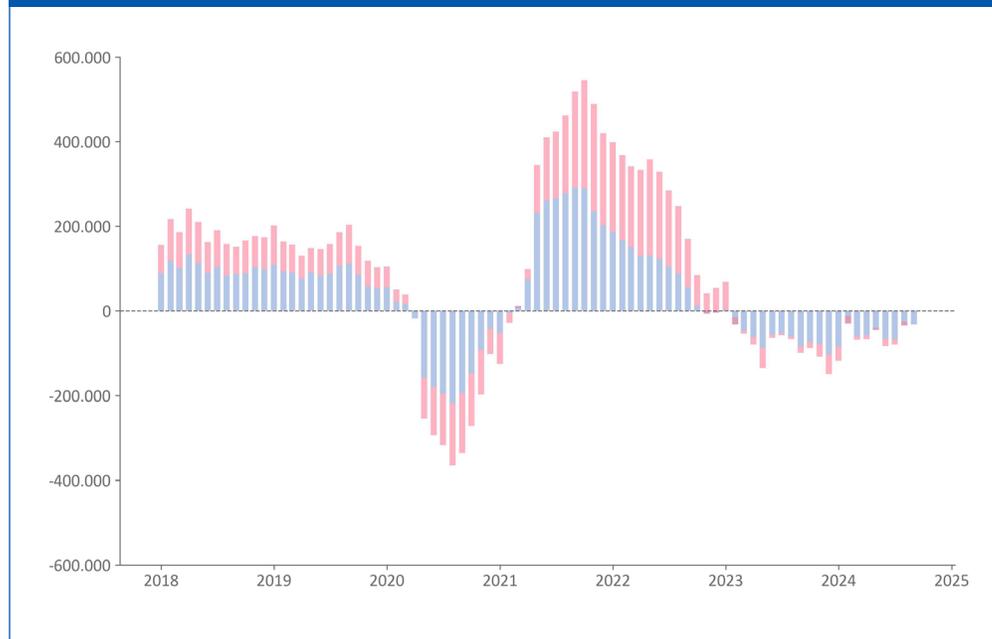
INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# MERCADO LABORAL Y PENSIONES

# ¿ES BUENA NOTICIA EL AUMENTO DEL INGRESO IMPONIBLE? MENOS DE LO QUE PARECE

En septiembre pasado el ingreso imponible promedio de los cotizantes aumentó un 3,9% real en doce meses, llegando a \$1.224.466. Sin embargo, lo que parece un resultado positivo puede no serlo tanto, ya que se dio en conjunto con una caída en el total de cotizantes dependientes de casi 32 mil respecto a septiembre de 2023, y de más de 300 mil respecto al máximo histórico de enero de 2023. Esta disminución en el número de cotizantes, como muestra el Gráfico N°1, se explica mayoritariamente por la caída en los cotizantes masculinos, que disminuyen en casi 31 mil en comparación con el mismo mes del año pasado, mientras que las mujeres sólo disminuyen en mil. Además, en relación con enero de 2023, los hombres son 180 mil menos y las mujeres aproximadamente 120 mil menos. Esto podría tener algo que ver con la crisis del sector inmobiliario, que emplea mayoritariamente a hombres.

GRÁFICO N°1: VARIACIÓN NÚMERO DE COTIZANTES EN 12 MESES



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

■ Cotizantes masculinos  
■ Cotizantes femeninos

La caída constante en el número de cotizantes puede llevar a que el aumento del ingreso imponible promedio se explique, en parte, por un cambio en la composición de éstos, con un menor número de cotizantes de bajos ingresos. Analicemos que eso es lo que efectivamente está ocurriendo.

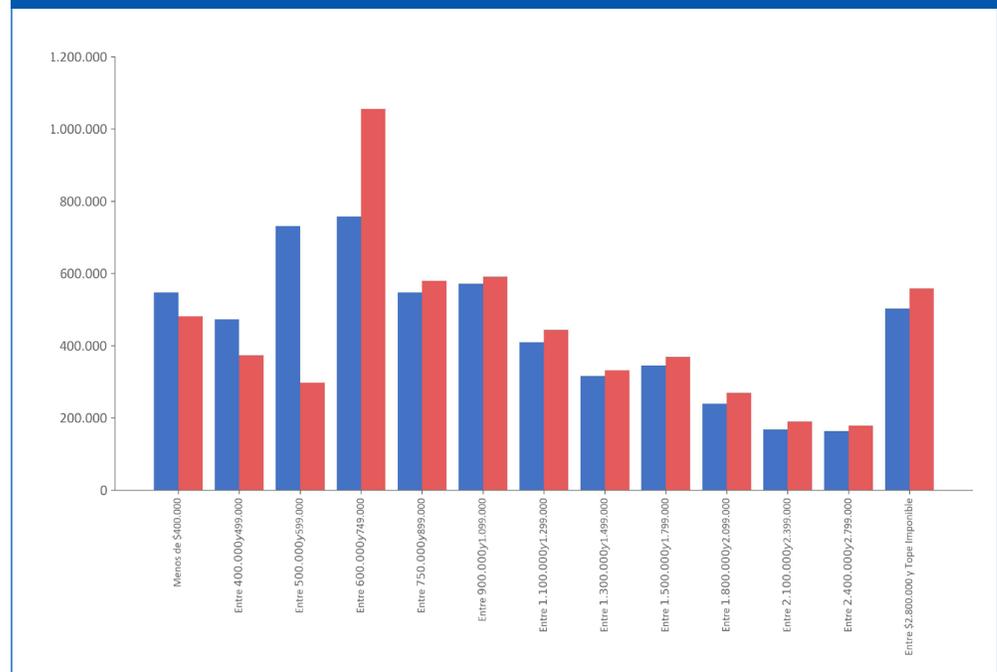
El Gráfico N°2 muestra la distribución de cotizantes según nivel de ingreso imponible, comparando septiembre de 2023 con el mismo mes de este año. Observamos que los cotizantes con ingresos inferiores a \$600.000 han disminuido en casi 600 mil, de los cuales

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

433 mil pertenecían al tramo entre \$500.000 y \$600.000. Aunque es posible que algunos de ellos hayan migrado al tramo superior, entre \$600.000 y \$750.000, este último sólo registra un aumento de menos de 300 mil cotizantes. Esto indica que una proporción significativa ha dejado de cotizar, posiblemente debido a pérdida de empleo o transición a la informalidad. En el resto de los tramos de ingreso aumenta levemente el número de cotizantes, lo que puede explicarse por los reajustes salariales por IPC, ya que la base de datos se presenta en valores nominales de ingreso.

De esta forma, los datos muestran que la combinación de un bajo dinamismo económico, junto con regulaciones que encarecen el costo de la mano de obra, está dañando la posibilidad de acceder a un empleo formal de sectores de ingreso bajo. Este tema debería ser una preocupación central del Ministerio del Trabajo y, por el contrario, se insiste en una agenda que apunta a mayores restricciones laborales.

GRÁFICO N°2: NÚMERO DE COTIZANTES SEGÚN NIVEL DE INGRESO IMPONIBLE



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

■ Sept. 2023  
■ Sept. 2024

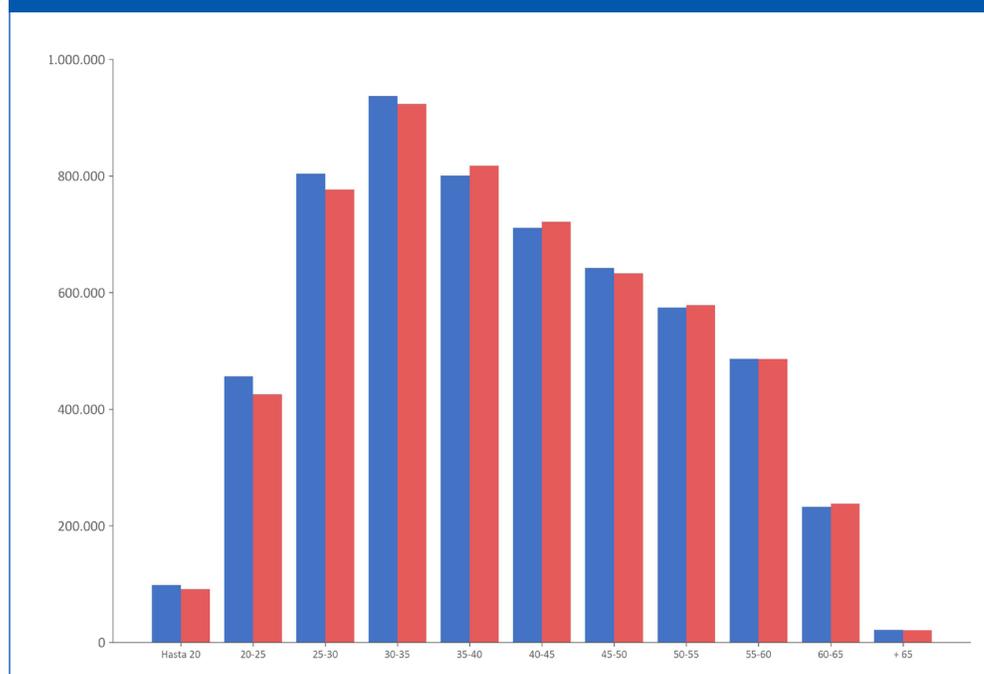
Algo similar se concluye al analizar la composición etaria de los cotizantes. Como muestra el Gráfico N°3, disminuyen los cotizantes jóvenes y aumentan los de mayor edad, lo que también genera un sesgo hacia un mayor ingreso imponible, ya que los jóvenes tienen menores niveles de ingreso. Específicamente, en el último año los cotizantes menores o iguales a 35 años han disminuido en 79 mil, con una caída concentrada principalmente en el tramo entre 20 y 30 años; mientras que los mayores de 35 aumentan en cerca de 28 mil, aunque se registra una leve disminución en el tramo entre 45 y 50 años. Este cambio de composición podría explicarse tanto por las mayores dificultades que enfrentan los jóvenes para acceder al mercado laboral, como por factores demográficos vinculados al envejecimiento de la población.

## ¿ES BUENA NOTICIA EL AUMENTO DEL INGRESO IMPONIBLE? MENOS DE LO QUE PARECE

Al comparar estas cifras con la población total en esos tramos etarios para septiembre de este año y el año pasado, se constata que la población menor de 35 años disminuyó en casi 100 mil personas, mientras que el resto aumentó en 224 mil, destacando un incremento de 105 mil en la población mayor de 65 años. Esto confirma que el factor demográfico explica parcialmente la caída de los cotizantes jóvenes. Sin embargo, como evidencia el Gráfico N°4, también se observa una reducción en el porcentaje de jóvenes que cotizan. En casi todos los tramos etarios disminuye este porcentaje, siendo las caídas más pronunciadas entre los menores de 35 años. Esto indica que no se trata únicamente de un fenómeno demográfico, sino que los jóvenes enfrentan mayores barreras para acceder al mercado laboral formal.

En conclusión, los datos de los cotizantes muestran que el aumento del ingreso imponible está evidenciando una situación preocupante, ya que se explica en un grado no menor por las mayores dificultades de acceso al mercado laboral formal de los grupos de menores ingresos, y no por un crecimiento generalizado de los ingresos de los trabajadores. Esto no sólo refuerza la segmentación del mercado laboral, sino que también plantea desafíos para la inclusión y equidad en el acceso a empleos de calidad.

GRÁFICO N°3: NÚMERO DE COTIZANTES SEGÚN TRAMO ETARIO

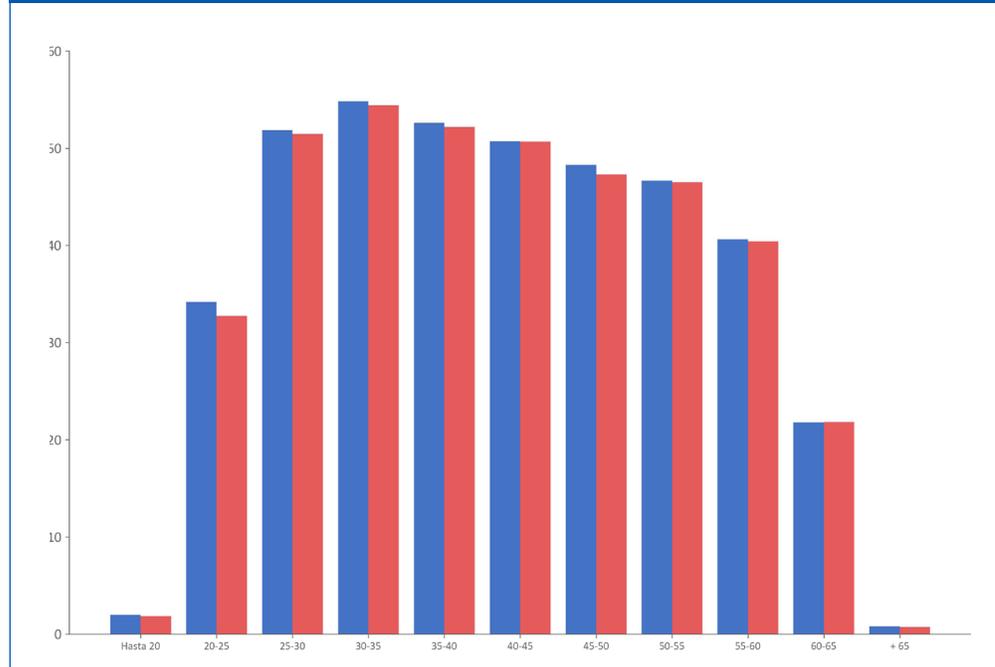


Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

■ Sept. 2023  
■ Sept. 2024

## ¿ES BUENA NOTICIA EL AUMENTO DEL INGRESO IMPONIBLE? MENOS DE LO QUE PARECE

GRÁFICO N°4: PORCENTAJE DE COTIZANTES SEGÚN TRAMO ETARIO (%)



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

■ Sept. 2023  
■ Sept. 2024

### MERCADO LABORAL Y PENSIONES





**25**  
AÑOS

CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2024  
NOVIEMBRE

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

# MODIFICACIONES LEGALES OCTUBRE/NOVIEMBRE

## MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

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

### ÁREA INMOBILIARIA

Informe preparado por Juan Eduardo Troncoso

#### El boom de los Multifamily

En estos momentos en que la industria inmobiliaria aparece tan castigada como consecuencia de múltiples factores, muchos de ellos derivados de la ineficiencia de la autoridad para dar curso a los proyectos lo que ha derivado en una enorme cantidad de empresas inmobiliarias y constructoras que han debido bajar sus cortinas, hay un activo en particular que parece tener una resiliencia especial a la crisis de la industria. Nos referimos a los llamados Multifamily.

Los Multifamily son aquellos edificios con destino habitacional, desarrollados por un inversionista con el objeto de arrendar a grupos familiares de diversa índole las distintas unidades del Edificio. Son varias las causas que explican el auge de esta clase de activos. Entre ellas, la crisis financiera auto infringida derivada de la nefasta política de los retiros de los fondos de la AFP, sumado a los efectos de la convulsión social y la pandemia, que disparara la inflación y las tasas de interés, alejó la posibilidad de comprar una vivienda a un número importante de personas. En efecto, las tasas de interés para los créditos hipotecarios subieron de tasas que estaban en torno a un 2% a un 5% lo que implica una carga financiera importante que los niveles de los sueldos no están en condiciones de asumir. También, otras razones como los costos de construcción o las normas tributarias relacionadas al crédito IVA para la vivienda, no han permitido que las inmobiliarias puedan ajustar sus precios. Finalmente, no podemos dejar de mencionar una causa que no es coyuntural y que dice relación con el cambio de la configuración de los grupos familiares que hoy demandan viviendas más pequeñas en edificios que ofrezcan servicios que faciliten la vida diaria, cosa esta última que los Multifamily han ido logrando de manera creciente.

Por otra parte, desde el punto de vista del inversionista es un activo atractivo ya que con una eficiente administración logran generar flujos ciertos y permanentes, sin mayores morosidades. Es así como hoy podemos ver que estos activos ya no solo se construyen en sectores de mayor concentración de población sino también edificios ubicados en el centro de Santiago se están reconvirtiendo para estos fines y también en los sectores más altos de la ciudad están empezando a aparecer, lógicamente, con departamentos de mejor nivel y con mayores niveles de servicios para sus ocupantes.

Pensando a futuro, la gran pregunta que se hace la industria dice relación con el tamaño de la demanda asociada a estos activos. Por ahora estamos frente a un activo que goza de buena salud y que permite darle un cierto nivel de actividad a la alicaída industria inmobiliaria, industria que el país requiere se recupere pronto. Qué se puede hacer desde el punto de vista legislativo o normativo para su recuperación será materia de otro análisis, aunque desde ya anticipo que los alcaldes recientemente elegidos también pueden poner su granito de arena.

## ÁREA CORPORATIVA

### Proyecto de Ley de Datos Personales

#### Informe preparado por Antonia Parada y Alejandro Vicari

El Proyecto de Ley sobre Datos Personales, que modifica la Ley 19.628 sobre Protección de la Vida Privada, fue recientemente visado por el Tribunal Constitucional y se encuentra a la espera de su promulgación por parte del Presidente de la República. En éste se elevan los estándares de protección de datos y se instauran principios y deberes que deben ser respetados. También crea la Agencia de Protección de Datos Personales y establece sanciones a los incumplimientos.

Aquí les presentamos un resumen de las innovaciones más importantes:

La Ley define a la persona “responsable de datos” de la siguiente forma: “Toda persona natural o jurídica, pública o privada, que decide acerca de los fines y medios del tratamiento de datos personales, con independencia de si los datos son tratados directamente por ella o a través de un tercero mandatario o encargado”.

#### 1. Derechos

Consagra los siguientes derechos a los titulares de datos:

**ACCESO:** Derecho a confirmar si sus datos están siendo tratados, acceder a ellos y a la información.

**RECTIFICACIÓN:** Derecho a que se modifique o completen los datos.

**SUPRESIÓN:** Derecho a que se eliminen los datos, de acuerdo a las causales previstas.

**OPOSICIÓN:** Derecho a solicitar que no se lleve a cabo un tratamiento de datos.

**PORTABILIDAD:** Derecho a obtener una copia de sus datos, poder comunicarlos y transferirlos a otros responsables de datos.

**BLOQUEO:** Derecho a solicitar supresión temporal de cualquier operación de tratamiento cuando formule una solicitud de rectificación, supresión u oposición, mientras dicha solicitud no se resuelva.

#### 2. Obligaciones:

Establece obligaciones para el responsable de datos, entre las cuales están:

**SECRETO O CONFIDENCIALIDAD:** Salvo cuando el titular los hubiere hecho manifiestamente públicos. Este deber subsiste aún después de concluida la relación con el titular.

**INFORMACIÓN Y TRANSPARENCIA:** Deber del responsable de datos de facilitar y mantener permanentemente a disposición del público determinada información.

**DEBER DE PROTECCIÓN DESDE EL DISEÑO Y POR DEFECTO:** Deber del responsable de datos de aplicar medidas técnicas y organizativas adecuadas desde el diseño con anterioridad y durante el tratamiento de datos personales.

**DEBER DE APORTAR MEDIDAS DE SEGURIDAD:** Deber del responsable de adoptar medidas que aseguren la confidencialidad, integridad, disponibilidad y resiliencia de los sistemas de tratamiento de datos.

**DEBER DE REPORTAR LAS VULNERACIONES A LAS MEDIDAS DE SEGURIDAD:** Deber de los responsables de reportar a la Agencia sin dilaciones indebidas, las vulneraciones a las medidas de seguridad.

### 3. Agencia de protección de datos

Crea la Agencia, Corporación autónoma de Derecho Público que se relacionará con el Presidente de la República a través del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo. La Agencia tendrá, entre otras funciones, las siguientes:

**FISCALIZAR:** Para lo cual podrá requerir la entrega de cualquier documento, libro o antecedente.

**SANCIONAR:** A las personas naturales o jurídicas que traten datos personales con infracción a la ley.

**RESOLVER:** Las solicitudes y reclamos que formulen los titulares de datos.

CERTIFICAR, REGISTRAR Y SUPERVISAR Los modelos de prevención de infracciones.

### 4. Infracciones

Establece infracciones ante la transgresión a los principios, derechos y obligaciones consagrados que se clasifican, según su gravedad, en:

**LEVES:** Sancionadas con amonestación escrita o multa de hasta 5.000 UTM (\$333.140.000 aprox.).

**GRAVES:** Sancionadas con multas de hasta 10.000 UTM (\$666.280.000 aprox.).

**GRAVÍSIMAS:** Sancionadas con multa de hasta 20.000 UTM (\$1.332.560.000 aprox.).

### 5. Atenuante

Considera atenuantes a las infracciones, entre las cuales se encuentra, que el responsable de datos haya cumplido diligentemente sus deberes de dirección y supervisión, lo que se verificará con el certificado del "MODELO DE PREVENCIÓN DE INFRACCIONES".

### 6. Agravantes

También se establecen agravantes de responsabilidad, tales como: Reincidencia en el actuar, carácter continuado de la infracción y, haber puesto en riesgo la seguridad de los derechos y libertades de los titulares en relación a sus datos.



25 AÑOS

CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2024  
NOVIEMBRE

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

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

**BOOK  
REVIEW**

# "Humor, seriously. Why humor is a secret weapon in Business and life. And how anyone can harness it. Even you."

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

## BOOK REVIEW

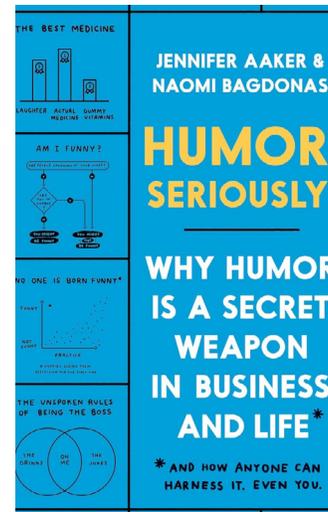
"E n un mundo cada vez más polarizado, el humor corre el riesgo de ser censurado. Sin embargo, la risa es parte esencial de la condición humana y tiene impacto en nuestra mente y comportamiento: "cuando somos niños nos reímos todo el tiempo. De media, un niño de cuatro años ríe hasta trescientas veces al día, mientras que una persona de cuarenta años ríe trescientas veces... ¡cada dos meses y medio! Crecemos, empezamos a trabajar y de repente nos convertimos en personas serias e importantes, y cambiamos la risa por resultados y apasionantes videollamadas" (p.4).

De ahí que resulta interesante abordar este libro, recientemente traducido como "Hazlo con humor. Ríete como un niño, triunfa como un adulto" (2024), basado en uno de los cursos de MBA más exitosos de Stanford Graduate School of Business titulado "Humor: Serious Business". Una de sus autoras, Jennifer Aaker es profesora de comportamiento humano y fue distinguida como "MBA Professor of the Year Award"; su coautora Naomi Bagdonas-también profesora de la misma Escuela de Negocios- se dedica a promover una cultura del trabajo innovadora, colaboradora y alegre, es experta en la "intersección entre el humor y el liderazgo". Afirman: "cuando nos negamos a tomar muy en serio, reducimos el estrés que se interpone en el camino del trabajo serio, creamos vínculos más importantes con nuestros colegas y abrimos la mente a soluciones más innovadoras".

En el curso de MBA, dicen las autoras, enseñan a las "mentes empresariales más ambiciosas, inteligentes y cafeinómanas del mundo a utilizar el humor y levedad para transformar sus futuras organizaciones y sus vidas" (p.13).

En el libro se aborda desde el comportamiento cerebral, los estímulos, la anatomía de la diversión, como sacar "al cómico que llevas dentro", hasta el liderazgo con humor, entregando "tips" claves de cómo utilizar esta "arma secreta", que debiera estar en el conjunto de "skills" fundamentales en el futuro (y presente) del trabajo. El transmitir con humor implica saber contar una buena historia (storytelling).

El humor nos permite tomar decisiones valientes que podrían definir nuestra vida, que en ocasiones por miedo no lo hacemos. Es un arma secreta que permite ser audaz, auténtico, estar presente y ser alegre: "No nos malinterpretas -dicen- nos importa que te conviertas en un titán empresarial. Nos importa tu cuenta de resultados. Nos importan incluso tus beneficios. Pero nos preocupamos más por ti" (p.234).



## DIRECTORA

María Cecilia Cifuentes,

Magíster en Economía, Pontificia  
Universidad Católica de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía,  
Pontificia Universidad Católica de Chile

[mceciliacifuentes.ese@uandes.cl](mailto:mceciliacifuentes.ese@uandes.cl)

## INVESTIGADORA

María José Castro Díaz,

Magíster en Economía, Universidad  
de Chile

Ingeniero Comercial mención Economía,  
Universidad de Chile

[mjcastro.ese@uandes.cl](mailto:mjcastro.ese@uandes.cl)

## CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

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

## DISCLAIMER

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

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

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

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

# CE F ANÁ LISIS

INFORME  
MACROFINANCIERO  
N° 82

2024  
NOVIEMBRE