

CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 9 / ENERO 2018



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA
**EL TIPO DE CAMBIO REAL EN
NIVELES MÍNIMOS**

BANCA
**SEÑALES DE RALENTIZACIÓN DE
BANCARIZACIÓN: DESAFÍOS PENDIENTES EN
INCLUSIÓN FINANCIERA**

PENSIONES
**AHORRO VOLUNTARIO, UN PILAR
BASTANTE DÉBIL**

MERCADO DE CAPITALES
**VOLATILIDAD CAMBIARIA Y BURSÁTIL
EN AMÉRICA LATINA**

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES
DESAFÍOS DEL SISTEMA DE SALUD

**NUEVA NORMATIVA
FINANCIERA**



EL TIPO DE CAMBIO REAL EN NIVELES MÍNIMOS

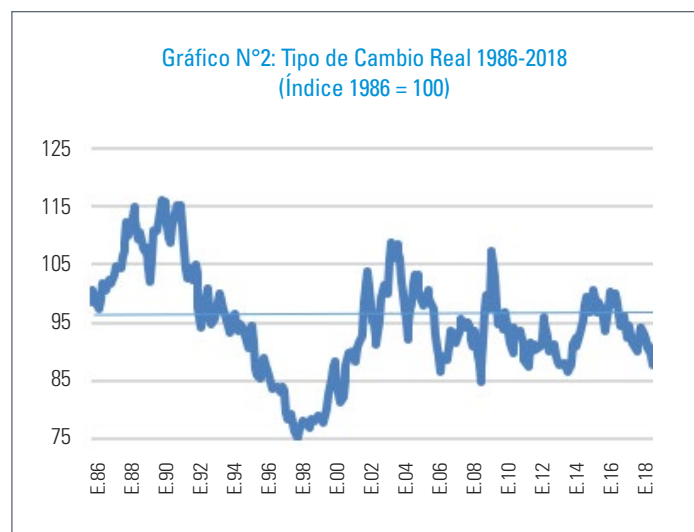
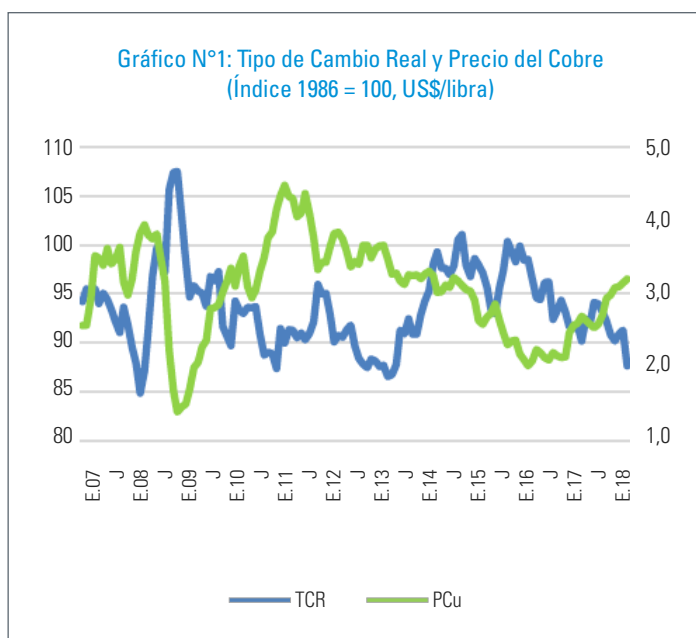
El debilitamiento del dólar en el mundo, junto con la tendencia alcista del precio del cobre, han presionado al peso chileno, que se ha apreciado en forma significativa en el último par de meses. De hecho, nuestra moneda es una de las que más ha subido frente al dólar en el mundo en ese lapso. De esta forma, el tipo de cambio real durante el mes de enero sería similar a los niveles que motivaron una intervención cambiaria del Banco Central en 2008, 2011 y una intervención verbal en 2013. Aunque obviamente esto no significa que esta vez ocurrirá lo mismo, lo cierto es que este nivel de la paridad peso/dólar es preocupante en términos de mantener nuestra competitividad externa. Llama también la atención que en esta oportunidad este nivel mínimo para el tipo de cambio real se da con precios del cobre inferiores a los niveles que se registraron en los puntos mínimos anteriores, como muestra el Gráfico N°1. Las últimas intervenciones se hicieron en abril de 2008, en enero 2011 y en abril de 2013 (intervención verbal), con precios del cobre de US\$ 3,9/libra, US\$ 4,3/libra y US\$ 3,3/libra (en este último caso el precio del cobre ya registraba una tendencia decreciente).

En ocasiones anteriores, de acuerdo a lo mostrado en el gráfico, las intervenciones parecen haber sido efectivas para detener el proceso de

apreciación del peso. Sin embargo, esto no debe leerse como si efectivamente el Banco Central tuviera la capacidad de afectar la trayectoria del tipo de cambio real, ya que no la tiene, y las intervenciones cambiarias solo pueden generar cambios de corto plazo.

¿Entonces por qué se hacen? La respuesta tiene que ver con el rol del instituto emisor en términos de señales de precios que parecen más consistentes con los equilibrios macro de mediano plazo.

Si bien es cierto que esta fuerte caída del tipo de cambio sería beneficiosa para los consumidores en el corto plazo, dado el reducido crecimiento de las exportaciones en los últimos años, pareciera deseable un tipo de cambio real más alto que el actual. De hecho, si miramos esta variable desde una perspectiva de largo plazo (30 años), vemos que el nivel actual sigue pareciendo bajo, pudiendo verse también que estos niveles bajos suelen no sostenerse en el tiempo (Gráfico N°2). El nivel actual del tipo de cambio real se encuentra un 8% por debajo del promedio histórico 1986-2018.



Fuente: Banco Central.

Fuente: Banco Central y estimaciones propias para diciembre y enero.

Hemos planteado que en pro de la competitividad de nuestra economía, sería deseable un tipo de cambio real más alto. El punto es cómo lograr ese objetivo, ya que las intervenciones cambiarias sólo tendrían efectos de corto plazo. La política fiscal, en cambio, sí puede lograr efectos más permanentes a través de mayor disciplina en el comportamiento del gasto público. Sin embargo, en estos últimos cuatro años hemos visto la tendencia contraria, ya que mientras el PIB ha crecido a un ritmo promedio de 1,8%, el gasto público lo ha hecho a un 5,4% real promedio, aumentando el peso del sector no transable en la economía. Es de esperar que esta tendencia se revierta durante el gobierno que se inicia en marzo, lo que contribuiría a frenar las presiones de apreciación de nuestra moneda.

Una segunda forma de contrarrestar la pérdida de competitividad de una moneda más apreciada es actuar a través de los costos de producción, es decir, a través de las llamadas agendas de competitividad, que deberían involucrar también aspectos de la legislación laboral. Estos temas deberían formar parte del set de políticas públicas del próximo gobierno si se aspira a lograr un mayor crecimiento de tendencia.



SEÑALES DE RALENTIZACIÓN DE BANCARIZACIÓN: DESAFÍOS PENDIENTES EN INCLUSIÓN FINANCIERA

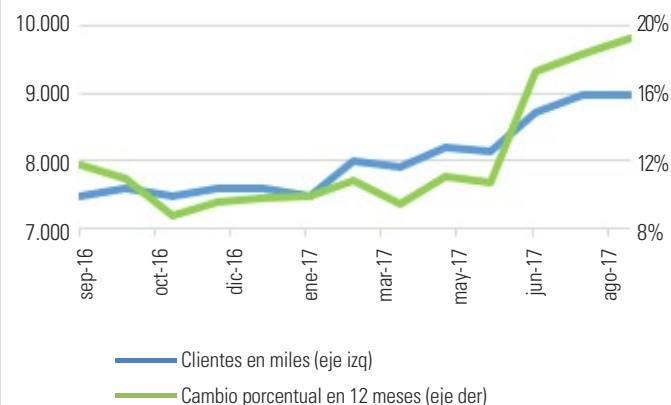
La inclusión financiera es un concepto amplio, que comprende tanto el acceso a productos y servicios financieros, como el hábito de usarlos y los conocimientos necesarios para hacerlo.

Hoy en día, existe consenso en que un alto grado de bancarización de la población de un país puede contribuir a un mayor crecimiento económico, ya que un mayor acceso al financiamiento por parte de los agentes económicos se convierte en un mecanismo para aumentar sus capacidades productivas y mejorar sus ingresos. De igual forma, un mayor acceso de la población de menor ingreso a los servicios financieros puede contribuir a la disminución de la pobreza, al permitirles realizar actividades para mejorar sus ingresos y fomentar el ahorro.

Además, la bancarización envuelve mucho más que el acceso al crédito. Por ejemplo, en el caso de usuarios comerciales y microempresarios, permite el acceso a las cadenas de pago, al corretaje de seguros, a instrumentos de ahorro, a asesorías financieras y a operaciones de leasing, que son servicios tan importantes como el acceso al crédito.

Si bien durante el segundo semestre de 2017 hubo un importante aumento en la cantidad de personas que utilizaron servicios financieros bancarios a través de internet (ver Gráfico N°3), durante el último año también hubo una disminución en la tasa de crecimiento anual de la cantidad de cuentas corrientes, pasando de un aumento 7,2% en enero, a un aumento en 12 meses de 6,2% en octubre¹, lo que se traduce en un menor aumento en torno a las 40 mil cuentas (ver Gráfico N°4).

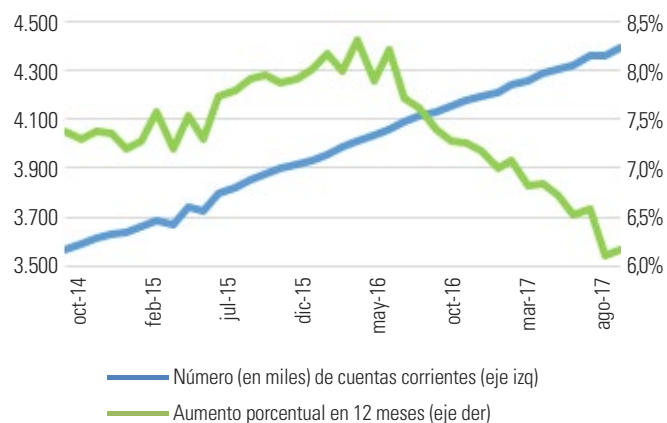
Gráfico N°3: Personas que ingresaron al sitio web de su banco



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SBIF

Nota: Se considera en la medición la cantidad de visitantes únicos, independiente del número de visitas efectuadas durante el periodo.

Gráfico N°4: Evolución de cantidad de cuentas corrientes

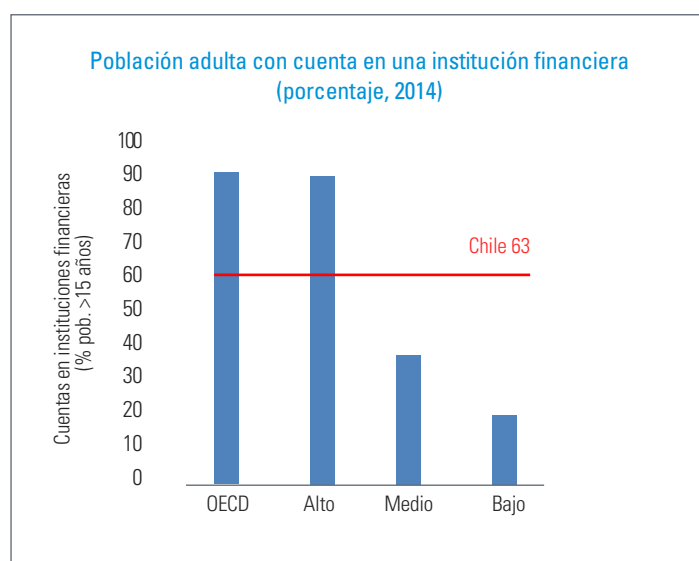


Elaboración propia a partir de datos de SBIF.

¹ Al observar un período de tiempo más largo, se encuentra que el cambio porcentual entre octubre de 2013 y octubre de 2014 fue de un 7,4%, mientras que el cambio porcentual entre octubre de 2014 y el mismo mes de 2015 fue de un 7,9%.

Esta señal de ralentización del proceso de bancarización no debe pasarse por alto. Sobre todo en el caso de nuestro país, en que si bien estamos sobre los demás países de América Latina en indicadores de inclusión financiera, aún estamos muy por debajo de los países miembros de la OECD. Esto se ve reflejado en los gráficos presentados por Mario Marcel, presidente del Banco Central, en la 3ra Conferencia SBIF “Desarrollo, Estabilidad, y Sustentabilidad de la Banca”, que se presentan a continuación:

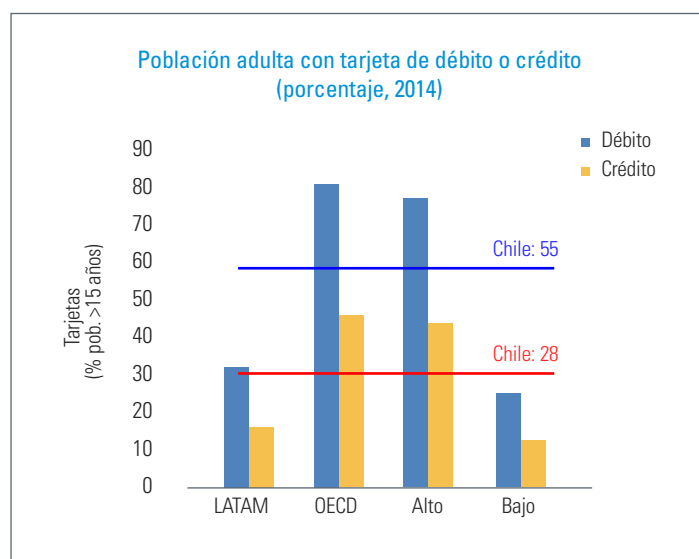
Las causas de esta posible ralentización del proceso de bancarización pueden ser variadas. Podría deberse, por ejemplo, a la consolidación de los productos financieros de los usuarios ya bancarizados (pasar de usar varias tarjetas de varios bancos, a utilizar solo un producto en un banco). O bien, puede estar ocurriendo que las personas que eran fácilmente bancarizables, ya están inmersas en el sistema y ahora se debe llegar a personas con distintas características socioeconómicas.



Fuente: Presentación de Mario Marcel en 3ra Conferencia SBIF “Desarrollo, Estabilidad, y Sustentabilidad de la Banca”.

En este caso el desafío es mayor ya que, en Chile, el nivel de educación financiera es aún muy bajo, sobre todo si se compara con países desarrollados, lo que se convierte en el principal obstáculo a la hora de aumentar la inclusión financiera. Además, esto implica que intentar llegar a los no bancarizados conlleva costos y riesgos distintos, debido a la posibilidad de una utilización sub-óptima de los servicios financieros y del acceso al crédito (sobreendeudamiento, por ejemplo), debido a la menor educación financiera de éstos.

En conclusión, como postula el estudio difundido por la ABIF titulado “Inclusión financiera: avances y desafíos pendientes”, avanzar hacia un sistema financiero más inclusivo implica desafíos importantes relacionados no sólo con el mayor acceso a productos financieros, sino también con mejorar la alfabetización financiera para que los hogares comprendan los productos adquiridos y los usen habitualmente.



Fuente: Presentación de Mario Marcel en 3ra Conferencia SBIF “Desarrollo, Estabilidad, y Sustentabilidad de la Banca”.



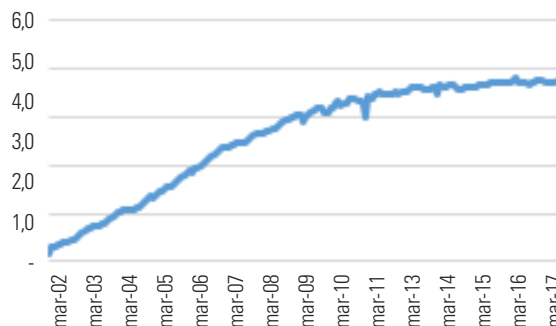
AHORRO VOLUNTARIO, UN PILAR BASTANTE DÉBIL

El objetivo central de un sistema de pensiones debería ser evitar que los trabajadores caigan en una situación de pobreza una vez finalizada su vida laboral activa. Esto se explicaría porque las personas suelen tener una alta tasa de descuento intertemporal, lo que lleva a una preferencia fuertemente sesgada hacia el consumo presente, por sobre el consumo futuro. Dado que en la vejez se hace más difícil mantener una vida laboralmente activa, es necesario obligar a las personas a ahorrar. Sin embargo, la existencia de un sistema de pensiones, sin la necesaria educación a los trabajadores, puede generar un problema de free riding, en el sentido de que las personas piensen que el financiamiento de su vida pasiva es un problema de terceros (del Estado que me obliga a ahorrar) y dejen de dar importancia a la suficiencia del ahorro que están haciendo en forma forzada.

Sin duda, el problema anterior se da en nuestro país, siendo una de las causas de las bajas pensiones que vemos actualmente, lo que refuerza la importancia del ahorro previsional voluntario, que es claramente insuficiente en Chile. A pesar de que la Ley N° 19.768 de Ahorro Previsional Voluntario es de fines de 2001, es más bien a partir de la reforma previsional de 2008 que se le da mayor importancia comunicacional al tema, al hablarse de los tres pilares que constituyen nuestro Sistema de Pensiones: el pilar solidario, el pilar obligatorio, y el pilar voluntario. En este último, a diferencia del pilar obligatorio, pueden participar como oferentes varios agentes del sistema financiero; AFP's, compañías de seguros, bancos, fondos mutuos, fondos de inversión y corredores de Bolsa. Dada la fuerte discusión que se ha dado en Chile sobre el problema de las pensiones, resulta interesante analizar la evolución que ha tenido este pilar clave de nuestro sistema.

Los datos entregan una clara certeza de que aún falta bastante para que se pueda decir que el ahorro voluntario es efectivamente un pilar del sistema, considerando que en septiembre pasado el stock de ahorro voluntario era algo menos de US\$ 10.000 millones, representando sólo un 4,7% del total de activos de los fondos de pensiones². El Gráfico N°5 muestra cómo ha variado la importancia de este pilar en relación a los activos totales, quedando en evidencia, no sólo su escasa relevancia, sino también el que su importancia se ha tendido a estancar en los últimos cuatro años.

Gráfico N°5 : Ahorro en Cuentas de APV/ Activos de Fondos de Pensiones (%)



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

Si analizamos en un período más corto lo que ha ocurrido con el crecimiento en el número de cuentas de APV, se puede percibir una tendencia al alza en los últimos dos años, luego de un ritmo de crecimiento descendente entre 2011 y 2015 (Gráfico N°6). Entre fines de 2015 y septiembre de 2017 el número de cuentas de APV pasó de 1,58 millones a 1,86 millones. Sin embargo, no se podría concluir que el mejor comportamiento de estos dos años obedece a que las personas empiezan a percibir la importancia del ahorro voluntario, ya que coincide también con la tendencia alcista de precios en el mercado financiero, y podría ser éste el incentivo a abrir nuevas cuentas de APV.

Gráfico N°6: Crecimiento en 12 meses del número de cuentas de APV (%)



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

² El total de activos de los fondos de pensiones incluye el APV administrado por las AFP's, no así el APV invertido en otras instituciones financieras.



PENSIONES

Si analizamos la participación de los distintos oferentes de APV en el mercado, se puede ver que a pesar de no contar con una opinión pública favorable, las AFP's siguen siendo dominantes, y su importancia se ha mantenido en el tiempo. De los 1,86 millones de cuentas de APV existentes en septiembre, un 68% son administradas por AFP's, participación que se ha mantenido prácticamente constante desde el año 2009. El segundo agente en términos de importancia en el número de cuentas administradas son los fondos mutuos (16% del total), que superaron a las compañías de seguros (10% del total) en el último año.

Aunque un mismo trabajador puede tener más de una cuenta, considerando que los ocupados suman cerca de 8,4 millones, vemos que la inmensa mayoría de los trabajadores no hace ahorro voluntario, lo que muestra la necesidad de profundizar la educación previsional.

Sin embargo, es efectivo que uno de los principales incentivos del APV es el tributario, y dado que la gran mayoría de los trabajadores no paga impuesto a la renta, es que se creó a partir de la reforma de 2008 el Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC). El objetivo era dar incentivos a trabajadores y empresas para hacer ahorro previsional. Sin embargo, la evidencia es concluyente en mostrar que este sistema debe ser modificado. A octubre pasado había sólo 733 cuentas de APVC, con un saldo acumulado de algo más de US\$ 2 millones, lo que significa que en la práctica es un sistema inexistente.

En resumen, el ahorro voluntario y las formas de profundizarlo deberían ser parte de la agenda de perfeccionamiento de nuestro sistema previsional.

VOLATILIDAD CAMBIARIA Y BURSÁTIL EN AMÉRICA LATINA

En general, la volatilidad se considera negativa y no deseable, ya que indica la presencia de incertidumbre y riesgo en los mercados, lo que generaría una disminución de la confianza y la inversión en una economía. Sin embargo, también es cierto que la volatilidad estimula el desarrollo de los mercados financieros y el uso de instrumentos derivados lo que, como vimos en el Tema de Análisis del mes anterior, impacta positivamente en el crecimiento y desarrollo económico.

En esta misma línea, y de acuerdo a Machinea (2003), la evidencia empírica no es concluyente respecto a los efectos negativos que la variabilidad del tipo de cambio tiene sobre el comercio. Sin embargo, es necesario señalar que la mayoría de los trabajos empíricos analizan el efecto de la variabilidad cambiaria en los países desarrollados, donde la existencia de instrumentos financieros cada vez más sofisticados permite la cobertura entre monedas y, por lo tanto, reducen el efecto económico de la incertidumbre cambiaria. En los países en desarrollo, donde la volatilidad es más grande y el desarrollo de instrumentos de cobertura es menor, es de esperar que la variabilidad del tipo de cambio tenga un impacto negativo mayor. De hecho, eso es lo que muestran las investigaciones que analizan el impacto de la volatilidad cambiaria sobre el comercio de los países en desarrollo (Devlin et al. 2001; Esteveordal et al. 2001; Giordano y Monteagudo 2002).

Durante las últimas dos décadas, en América Latina han ocurrido varios episodios de alta volatilidad cambiaria y bursátil. La mayoría de estos episodios han sido ocasionados por crisis internacionales, cambios en los precios de commodities, incertidumbre con respecto a la demanda de China o escándalos políticos a nivel local. En las Figuras N°1 y N°2 se presentan la evolución de la volatilidad³ cambiaria y bursátil, respectivamente, en las principales economías de América Latina⁴.

En el caso de Brasil, el Banco Central influye de manera indirecta en el mercado cambiario utilizando derivados ligados al precio a futuro del dólar. No obstante, en términos generales su política podría calificarse de poco intervencionista al no mostrar preferencia por la incursión directa a través de la compra o venta de dólares. Esta decisión, sumada a la incertidumbre generada en los mercados por los casos de corrupción dados a conocer en la prensa internacional, hacen que la volatilidad del real brasileiro sea elevada.

Adicionalmente, a comienzos de 2017 hubo un aumento de la volatilidad del real brasileño debido a la incertidumbre generada por el descontento social, luego de una huelga en protesta contra las iniciativas del gobierno para reducir los beneficios de seguridad social, similar a los que está ocurriendo en estos días en Argentina.

Sobre Chile⁵ y Perú, se debe mencionar que sus economías tienen en común su exposición a los vaivenes de la demanda y los precios de las materias primas y, muy especialmente, a las industrias extractivas. Por esta razón, la volatilidad de sus divisas se podría deber, por ejemplo, a la inestabilidad de las bolsas de comercio de China.

Por razones similares, el peso colombiano presentó fuertes variaciones durante 2015 y 2016. Esto debido a que el Banco de la República de Colombia no realizó intervenciones en el mercado cambiario, a pesar de contar con mecanismos establecidos para ello. Esta política de total flexibilidad en el tipo de cambio convirtió durante ese período al peso colombiano en una de las monedas más afectadas por la tendencia apreciatoria del dólar en América Latina.

En Chile, la incertidumbre generada por los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales produjo una gran volatilidad en el peso chileno y en el mercado bursátil durante el último trimestre del 2017.

³ Siguiendo la metodología de los reportes financieros internacionales, la volatilidad de las divisas se visualiza graficando el cambio porcentual en el valor de la divisa respecto al día anterior. Lo mismo se realiza con los índices bursátiles para observar la volatilidad de las bolsas de comercio.

⁴ En el caso de la evolución de la volatilidad en el mercado bursátil, se presenta también el Dow Jones de EE.UU. con el fin de tener una comparación entre los mercados emergentes de América Latina y un mercado desarrollado como el norteamericano.

⁵ En el gráfico correspondiente a la evolución de la volatilidad cambiaria de Chile, se presenta una serie más larga con el fin de poder observar de forma comparativa el período con intervención cambiaria (1990-2001) y el período con régimen cambiario flotante (2002-2017). En el caso del primer período, el promedio de variación diaria, en términos absolutos fue de 0,18%, mientras que el promedio de variación diaria, también en términos absolutos, del segundo período fue de 0,33%.

En el caso de Perú, donde las intervenciones del Banco Central son más frecuentes, respaldado en las reservas internacionales, se presenta una mayor estabilidad cambiaria. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es el que mayores intervenciones ha efectuado, sea a través ventas de divisas (reservas) en el mercado “spot” o utilizando otros instrumentos para aumentar la liquidez en dólares. A pesar que el tipo de cambio se determina por fuerzas del mercado, la intervención del BCRP para frenar subidas o caídas pronunciadas se ha venido dando casi de manera diaria, a fin de hacer frente a la turbulencia en los mercados. Ha logrado así mantener al Nuevo Sol como una de las monedas menos volátiles de la región.

En México, la Comisión de Cambios dispuso la intervención en el mercado cambiario en varias ocasiones durante el 2015, subastando dólares para evitar cambios bruscos en el valor de la moneda. Sin embargo, en febrero de 2016 cambió su política, estableciendo que solo realizaría acciones en el mercado a través de ventas discrecionales, desactivando su mecanismo regular de intervención.

Adicionalmente, la volatilidad del peso mexicano en los últimos dos trimestres de 2017 se ha explicado en parte por el avance de la agenda económica de Trump, particularmente en la redefinición del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), pacto comercial entre EE.UU., Canadá y México, el cual Trump quiere modificar.

Por otro lado, entre los coeficientes de correlación entre volatilidad cambiaria y bursátil en América Latina y Estados Unidos⁶, destacan las altas correlaciones negativas entre la volatilidad cambiaria y bursátil de Brasil (-0,53), y entre la volatilidad cambiaria de México y la volatilidad del Dow Jones (-0,52).

También destacan las altas correlaciones positivas entre la volatilidad bursátil de EE.UU. y las volatilidades bursátiles de Brasil (0,61) y México (0,67), y entre la volatilidad bursátil de Brasil y las volatilidades bursátiles de Argentina (0,54), Chile (0,51) y México (0,65). Esto último indicaría que la actividad bursátil de Brasil funciona como un buen barómetro de la actividad bursátil en nuestro país.

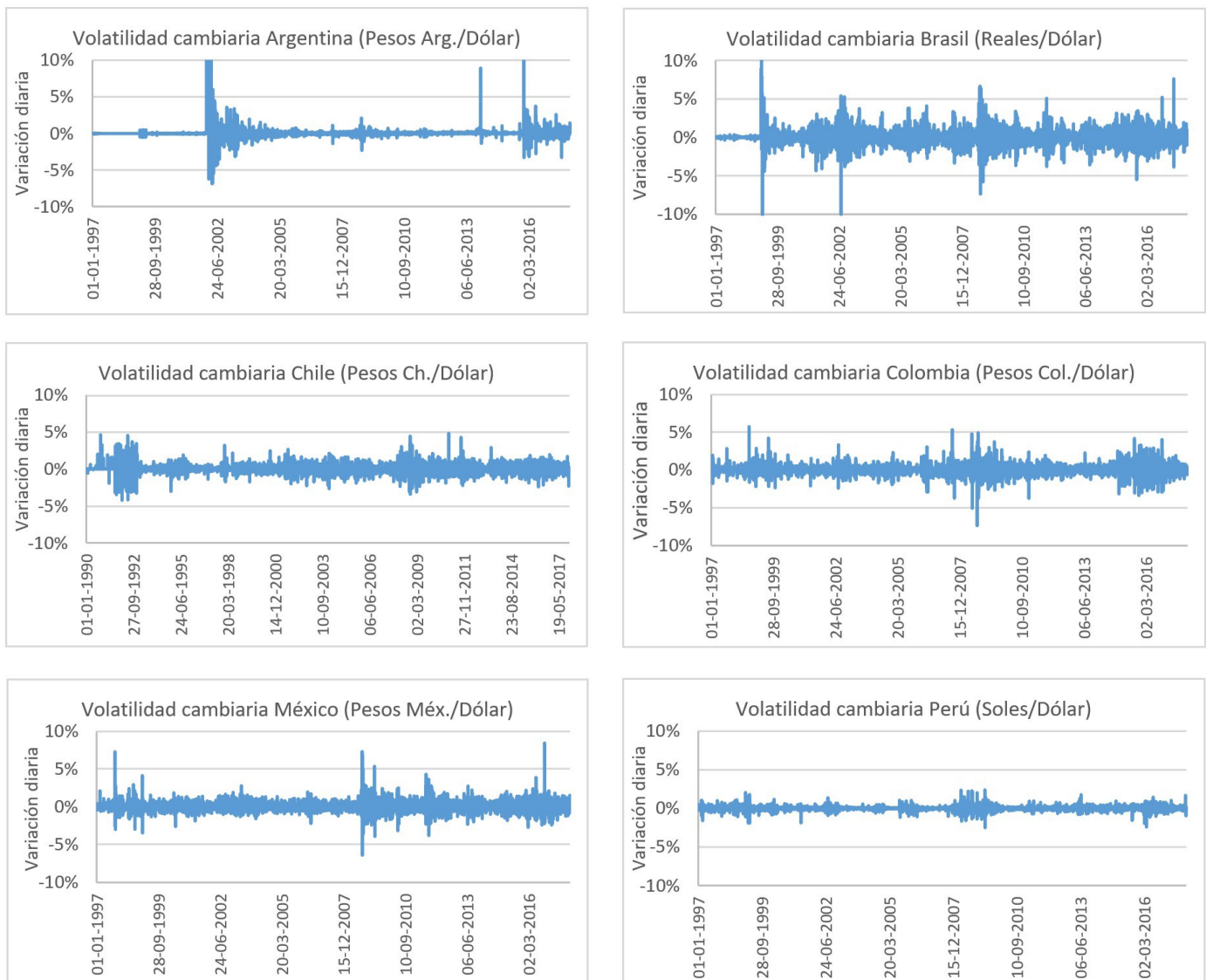
Finalmente, podemos mencionar que la correlación entre las volatilidades de los mercados cambiarios y bursátiles de Chile, Colombia y Perú, y la volatilidad del Dow Jones y de los mercados cambiario y bursátil brasileños resultan ser de similar magnitud.

Bibliografía

- Devlin, R., Estevadeordal, A., Giordano, P., Monteagudo, J. y Sáenz, R. (2001). Estabilidad Macroeconómica, Comercio e Integración. Integración & Comercio N°13, Año 5. Buenos Aires: BID-INTAL.
- Estevadeordal, A., Frantz, B. y Sáenz, R. (2001). Exchange Rate Volatility and International Trade in Developing Countries. BID.
- Giordano, P. y Monteagudo, J. (2002). Exchange Rate Instability, Trade and Regional Integration. BID.
- Machinea, J.L. (2003). La Inestabilidad Cambiaria en el MERCOSUR: Causas, Problemas y Posibles Soluciones (Vol. 6). BID-INTAL.

⁶ Cabe mencionar que el coeficiente de correlación entre el Dow Jones y el S&P500 es de 0,99, mientras que el coeficiente de correlación entre la variación diaria del Dow Jones y el S&P500 es de 0,98 por lo que es posible utilizar cualquiera de los dos índices y obtener conclusiones similares. Así también, el coeficiente de correlación entre el IPSA y el IGPA es de 0,99, mientras que el coeficiente de correlación entre la variación diaria del IPSA y el IGPA es de 0,97 por lo que también es posible utilizar cualquiera de los dos índices y obtener conclusiones similares.

Figura N°1: Volatilidad cambiaria en América Latina



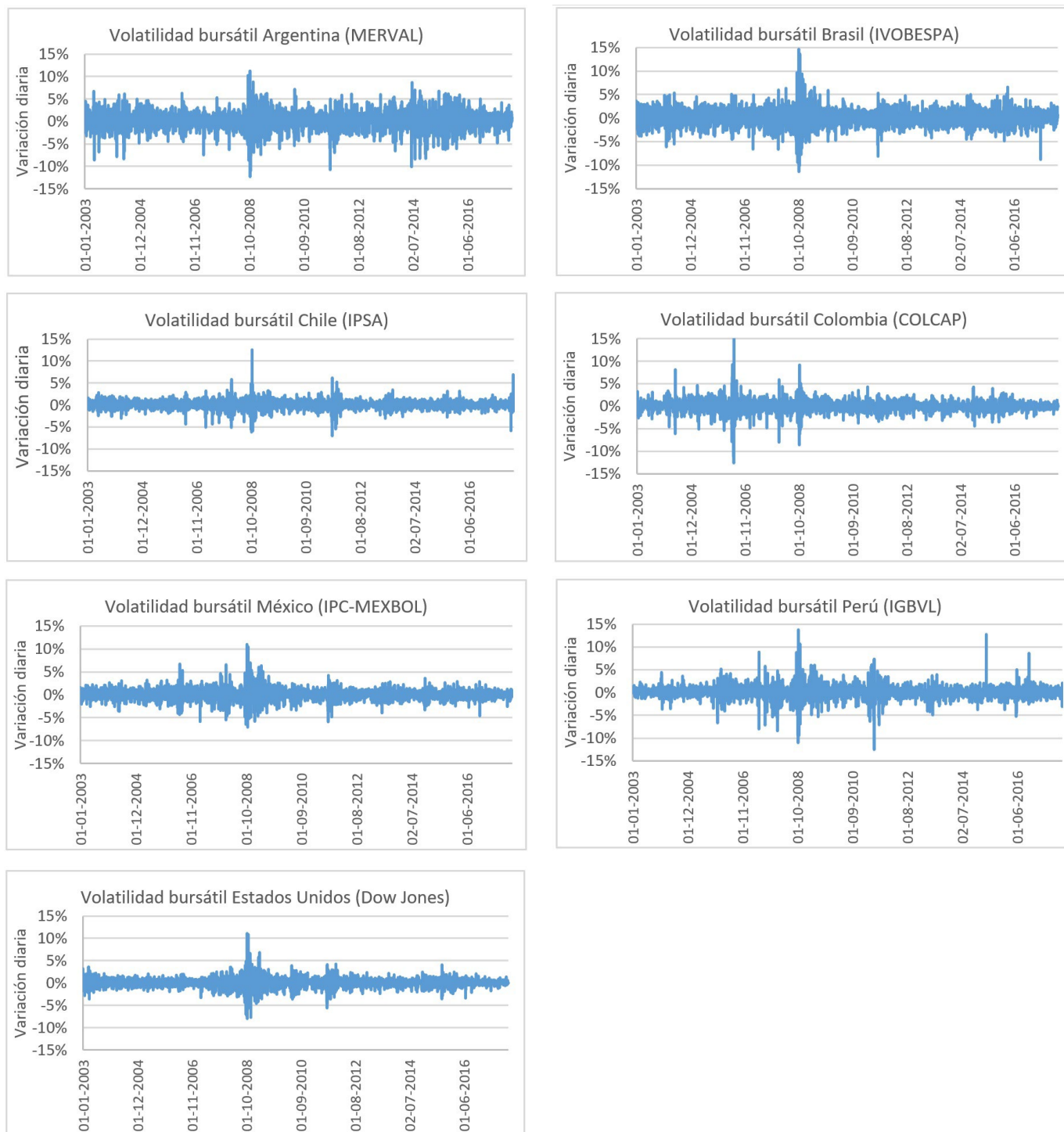
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

Notas: 1. Para facilitar el análisis visual, en el gráfico de Argentina se omiten dos episodios de variación diaria superior a 10%: A comienzos del año 2002 hubo un par de días con variaciones cercanas al 30% y el 17 de enero de 2015 hubo una variación de 36,1%.

2. Para facilitar el análisis visual, en el gráfico de Brasil se omite un episodio de variación diaria superior a 10%: el 9 de noviembre de 2016 hubo una variación de 10,5%.



Figura N°2: Volatilidad bursátil en América Latina y Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

Nota: Para facilitar análisis visual, en el gráfico de Colombia se omite un episodio de variación diaria superior a 15%: el 15 de junio de 2006 hubo una variación de 19,9%.



DESAFÍOS DEL SISTEMA DE SALUD

Uno de los grandes temas de la reciente elección presidencial y parlamentaria, fue el sistema de salud. La población envejece y los gastos médicos aumentan con la edad. Consecuentemente aumenta el gasto, y ello sin que ocurran cambios notorios en la percepción de calidad.

En el sistema público se menciona que existen problemas de acceso y oportunidad, mientras en el privado se cuestiona su costo. En paralelo migrantes utilizan servicios públicos, haciendo que trabajadores locales se sientan desplazados. También se discute sobre el costo de medicamentos y si el mercado está realmente operando en este rubro. Los desafíos son múltiples y no existe una bala de plata que los solucione todos. Es necesario elaborar una serie de medidas, aunque debe hacerse con una mirada integral, que mire el desafío técnico, financiero y humano simultáneamente.

Las propuestas se dividen entre propuestas maximalistas, que intentan un big-bang del sistema integrando los subsistemas público y privado; y otras más graduales que buscan darle viabilidad financiera al segundo mientras se mejora la calidad de atención y eficiencia del primero. Ambos coinciden en la necesidad de mejorar la integración y comunicación entre los sistemas, pero varían en los plazos y medidas. Asimismo, ambos tipos de reformas tienen problemas difíciles de subsanar, aunque este informe se focaliza en el segundo tipo, centrándose en lo que para muchos afiliados a ISAPRES es el principal problema: el aumento del costo de los seguros privados. La idea es entender los “drivers” del aumento del gasto, cómo se puede comparar entre los sistemas público y privado, y luego intentar comprender el impacto de la interacción de ambos sistemas para la sustentabilidad de los primeros.

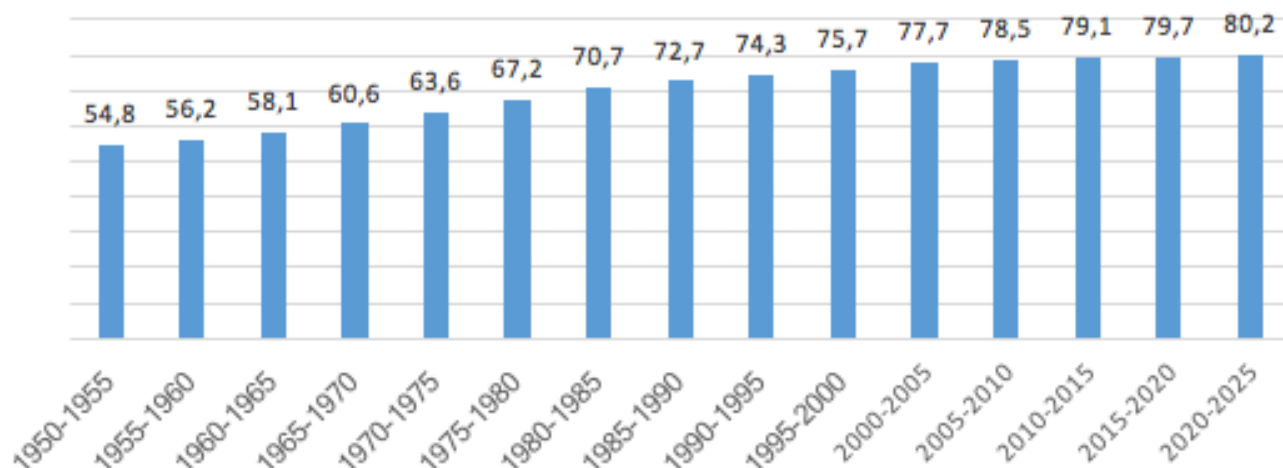
Introducción

En todas partes del mundo la gente critica sus sistemas de salud: el servicio es insuficiente, las listas de espera son largas, la atención es despersonalizada o son muy caros. La muerte es un evento de cuya ocurrencia tenemos certeza absoluta, aunque su momento sea incierto. Ello implica que, aunque se acceda a los mejores tratamientos, el desenlace final es el mismo y no existe sistema que impida la muerte. Lamentablemente no existe un modelo de salud que universalmente sea considerado el “mejor” para enfrentar los desafíos de la salud, pues si se desea equidad, se afecta la libertad de elección o el precio; si se desea mejor atención, probablemente aumenta el precio, tampoco existe acuerdo respecto de qué se entiende por eficiencia cuando hay tratamientos que sólo extienden la enfermedad y podría ser preferible una muerte tranquila. Por lo tanto, la definición de un buen sistema dependerá de las preferencias y valores tanto personales como sociales de la población.

A pesar de ello, vale la pena el esfuerzo de encontrar el mejor sistema posible para una determinada sociedad, pues el acceso a tratamientos médicos tiene efectos en la calidad de vida. De hecho, si bien las causas se confunden con la solución de problemas de salubridad (agua potable, alcantarillado y otros), de salud pública preventiva (como tratamiento del embarazo y programas de vacunación) y de educación (actitud frente a conductas de riesgo), las expectativas de vida han aumentado desde casi 55 años a mediados del siglo pasado a casi 80 años en la actualidad y no es descartable que parte de ello se deba a mejoras en los sistemas de salud (Gráfico N°7). Incluso para quienes actualmente tienen 65 años, la expectativa de vida ya supera los 82 años y esos años adicionales justifican el esfuerzo.



Gráfico N°7: Esperanza de vida al nacer en Chile por periodo (en años)

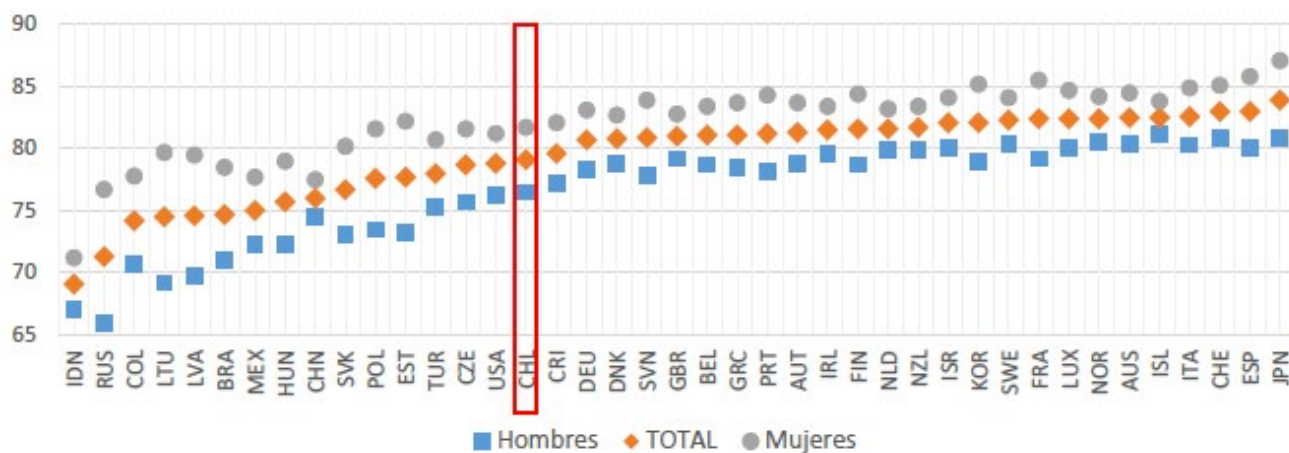


Fuente: DEIS-MINSAL / INE Proyecciones y Estimaciones de Población.

En este sentido, Chile se acerca —e incluso supera en algunos casos— la esperanza de vida de países desarrollados (Gráfico N°8).

Con todo, esta buena noticia que es la mejora en las expectativas de vida, esconde un gran desafío y tiene implícita una mala noticia: a medida que vivimos más años, es necesario financiar un mayor número de años inactivos con los recursos ahorrados durante el mismo periodo activo o bien con transferencias de recursos de la cohorte activa.

Gráfico N°8: Esperanza de vida al nacer países OECD (2015)



Fuente: OECD 2015 (<https://data.oecd.org/chart/52Tm>).



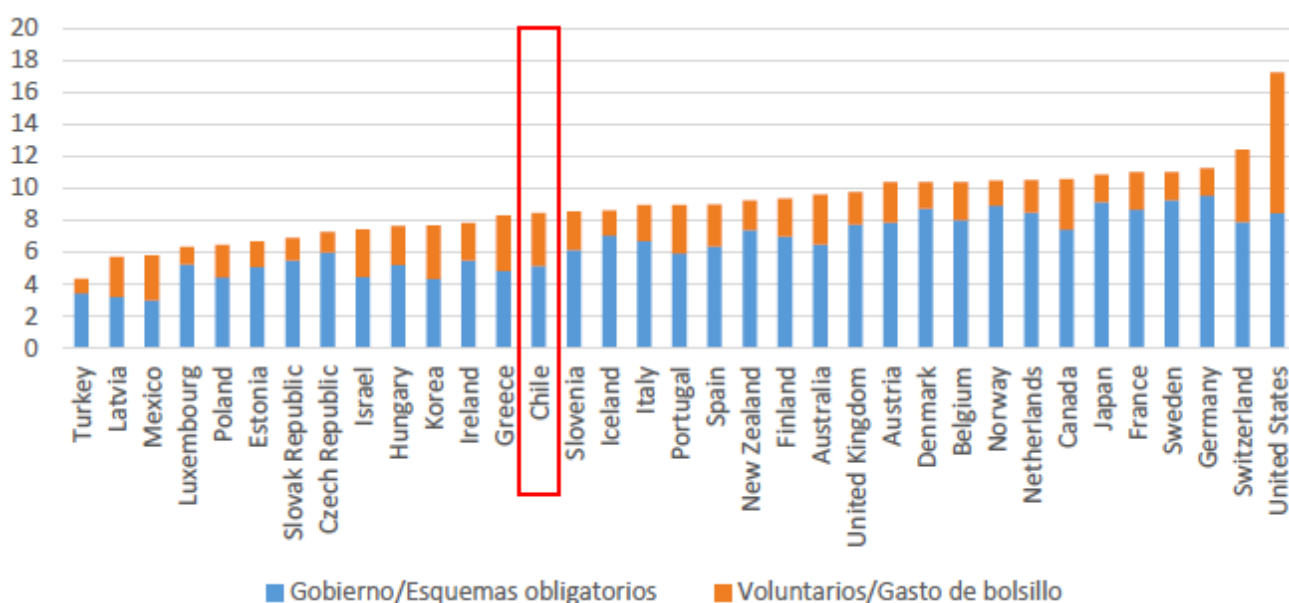
Si se opta por modelos de autofinanciamiento, el problema se exagera en el caso de las mujeres. Ellas viven entre un 8% y un 10% más que los hombres, tienen mayores gastos de salud durante el periodo activo asociados a la maternidad (aunque luego son menores al de los hombres en la tercera edad), y tienen en promedio menores ingresos y mayores lagunas previsionales (fruto de la ausencia del mercado laboral, lo que a su vez les dificulta ahorrar).

Esta discusión es similar a la que se ha tenido respecto del sistema de pensiones. Aunque en el caso de la salud, el problema se agrava pues a medida que se envejece, el gasto en salud aumenta. De hecho, el gasto promedio de una persona de 75 años triplica al de una de 30 años. Para los afiliados al sistema ISAPRE, cuyos planes no cubren el 100%, este mayor gasto implica asimismo un aumento en el gasto de bolsillo, y por lo mismo un incentivo a cambiarse al sistema público cuando la carga financiera es alta, poniendo una presión adicional sobre FONASA, que termina con un grupo de personas cuya carga de enfermedad es mayor. Los desafíos de gasto sólo pueden aumentar con el envejecimiento de la población.

Gasto en salud a nivel nacional

Según los últimos datos disponibles en la OECD, Chile gasta un 8,45% del PIB en salud, marginalmente inferior al 9,45% promedio de la muestra de países disponible (Gráfico N°9). De este gasto, un 38% corresponde a gastos privados y voluntarios, muy superior al 27% promedio de la muestra. En efecto, Chile tiene uno de los gastos de bolsillo de salud más altos entre sus pares de la OCDE (31% vs. 13,6%), donde la mayor parte corresponde a medicamentos (27,3% en promedio) y consultas médicas (14,3%). Cabe mencionar que este gasto representa aproximadamente 6,3% del presupuesto de los hogares.

Gráfico N°9: Gasto sistemas de salud formales y gasto de bolsillo como % del PIB (2016)



Fuente: OECD 2018 (Database).



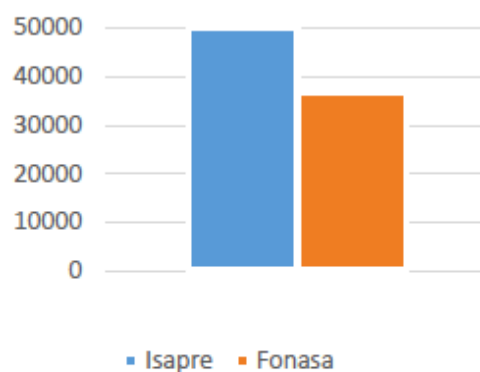
Aseguramiento público vs. aseguramiento privado y costos

Para financiar el gasto en salud, todo trabajador dependiente debe asignar al menos un 7% de su sueldo imponible para adquirir seguros de salud. Este 7% cubre el "Subsidio de Incapacidad Laboral" (SIL)⁷ y el seguro de salud. Las personas pueden optar entre asegurarse a través del sistema público (FONASA), o bien seleccionar el plan de su preferencia a través de las ISAPRES en el sector privado. En caso que el afiliado seleccione un plan privado cuyo costo supere el 7% imponible, debe desembolsar la diferencia. Mientras tanto, en el sector público, FONASA acepta a todos los afiliados actuando no sólo como competencia para el sector privado, sino también como un asegurador de última instancia cuando el ingreso no es suficiente para acceder a planes privados (lo que justifica la transferencia de recursos fiscales y subsidios para su financiamiento). Del total de la población, 13,6 millones son beneficiarios de FONASA y 3,43 millones son beneficiarios de alguna ISAPRE.

Afiliados x Sistema (2016)



Ingreso per cápita Sistema (2016)



Fuente: Superintendencia de Salud, FONASA y Dipres.

A partir de datos de la Dirección de Presupuestos, es posible descubrir que en el sistema público los cotizantes FONASA aportan \$1.958.354 millones a través de su 7%, lo que representa un 31,2% de los ingresos de FONASA. La mayor parte del resto es financiado por el Estado a través de transferencias directas de fisco (\$4.048.445 millones, aporte fiscal superior al 60% de los ingresos⁸). Es decir, los afiliados en promedio financian casi \$12.000 mensuales por beneficiario, lo que sube a \$36.809 al considerar los aportes del fisco. No hay cifras respecto del número de cotizantes, sus cargas y sus gastos para evaluar hasta qué punto los cotizantes se autofinancian como sub-grupo al interior de FONASA.

Por el lado de los gastos, FONASA desembolsa un 83% de sus ingresos en transferencias para prestaciones de salud y un 15% en prestaciones de seguridad social (donde de los \$946.523.988 millones de la seguridad social, un 65% se consume en bonificaciones de salud y el resto en subsidios pagados a través de cajas de compensación). El 83% restante de prestaciones corresponde a \$5.222.293 millones. Este monto equivale a aproximadamente \$30.000 por beneficiario⁹. Este último gasto representa una buena aproximación del gasto en prestaciones de salud del sector público (aunque no incluye

⁷ En promedio, el SIL representa aproximadamente entre 1,5 y 2 puntos de la cotización, quedando el 5% restante para financiar salud.

⁸ En el pasado en el 2003 el aporte fiscal era de 46%, lo que demuestra un aumento más que proporcional del gasto público en salud.

⁹ Un 29% corresponde al Programa de Atención Primaria (PAP), un 32% al Programa de Prestaciones Valoradas (PPV) y un 35% al Programa de Prestaciones Institucionales (PPI).



la totalidad de la adquisición de activos no financieros ni construcciones necesarias para los prestadores públicos de salud o pagos de intereses por deudas de arrastre, que en la Ley de Presupuestos muchas veces van en glosas independientes).

El sistema ISAPRE obtiene un 71% de sus ingresos de las cotizaciones obligatorias del 7% de sus afiliados. Esto es \$1.423.405 millones, lo que a su vez equivale a \$35.532 mensuales por beneficiario. El 29% restante se financia a través de cotizaciones voluntarias o adicionales (\$582.686 millones que suman \$14.545 adicionales por beneficiario llegando a un gasto en planes de salud privado promedio per cápita de \$50.077).

De estos ingresos, las ISAPRES desembolsan el equivalente a un 25,3% de las cotizaciones obligatorias en subsidios por incapacidad laboral. Es decir, las ISAPRES cuentan con aproximadamente \$26.532 para pagar prestaciones de salud por beneficiario, incluyendo los eventuales costos de administración e infraestructura, el resto proviene de cotizaciones voluntarias.

En resumen, el gasto per cápita del sector privado, sin considerar el gasto de bolsillo ni el pago adicional voluntario para acceder a mejores planes y descontando el SIL, es superado ampliamente por el gasto per cápita del sector público: \$26.532 vs \$30.000. Cabe mencionar que estas cifras dan una orden de magnitud, pero no son directamente comparables, pues debe considerarse que las condiciones de salud de los beneficiarios de ambos sistemas difiere -selección de riesgos; que el sector público financia casi el 100% del costo de las prestaciones con un bajo nivel de gasto de bolsillo, mientras el sistema privado financia aproximadamente un 65% de dicho costo y los costos de capital, de administración e infraestructura no están totalmente incorporados en el sector público (si en el privado). Por todo ello es necesario entender como varía el gasto.

Gasto privado en salud, reformas posibles y financiamiento

Aunque estos números parezcan similares, el subsistema privado en Chile opera de manera independiente y con lógicas financieras totalmente distintas de las del subsistema público. En el sistema privado y a través de la tabla de factores de riesgo, cada persona paga según el riesgo promedio de su cohorte, evitando transferencias intergeneracionales y accediendo a coberturas y calidad según su disposición a pagar y preferencias personales. Si el 7% obligatorio no alcanza para el plan de su elección, se complementa con una cotización adicional.

Este sistema tiene una lógica financiera. Como no existen transferencias intergeneracionales, opera como un seguro que el “pooling” o grupo hace entre las personas de una misma generación. Es así como, por ejemplo, si las personas de 30 años en promedio son más sanas que las de 70 años, el seguro para este grupo será más económico que el de las personas de 70 atendido que el gasto esperado para este grupo es menor.

El beneficio de esta lógica es que es inmune a los cambios en la estructura o pirámide poblacional. El valor del seguro no cambia cuando hay “muchos” o “pocos” jóvenes o viejos, no es ni más económico ni más caro para ellos (ni para los mayores). Técnicamente cada persona paga de acuerdo a su riesgo, lo que minimiza los incentivos a seleccionar personas más jóvenes –en promedio más sanas- por parte de la aseguradora (pues si bien los jóvenes son “más baratos” y una aseguradora “paga” menos a los prestadores, también los jóvenes pagan una prima menor). Lo único que modifica el costo del seguro a lo largo del tiempo para un mismo tramo de edad, es cuánto se usa, cuánto cubre el seguro y el precio o tecnología de las prestaciones cubiertas: si los niños de 15 años actuales usan la misma tecnología, van el mismo número de veces y el precio de las prestaciones es el mismo que hace 15 años, el costo del seguro es el mismo para un niño de 15 años.

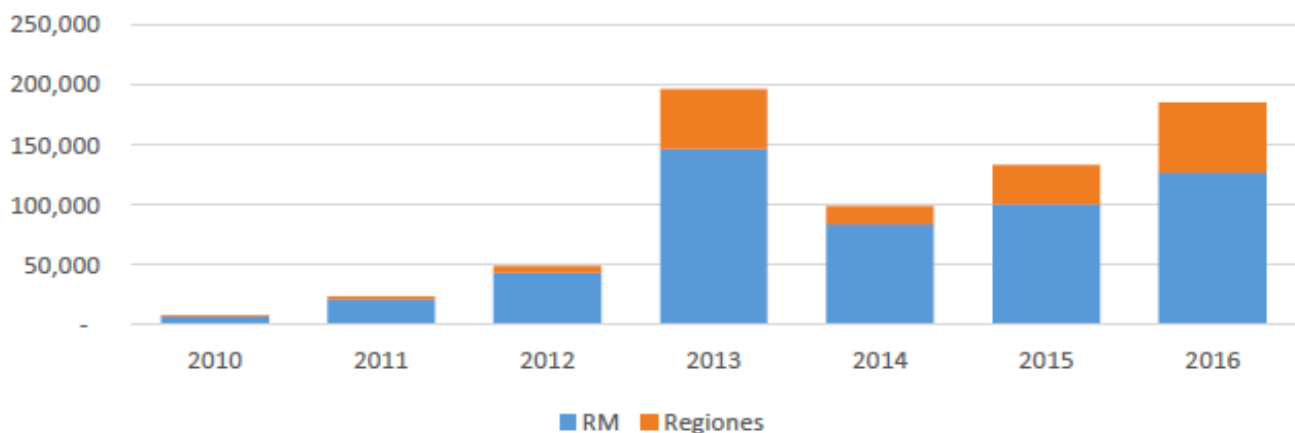
La dificultad de esta lógica es que el costo del seguro aumenta a medida que la persona envejece, y lo hace exponencialmente en la tercera y cuarta edad, cuando normalmente los ingresos disminuyen. Esto es independiente de los problemas de cautividad y preexistencias. Aun cuando estos no existieran, si en promedio las cohortes mayores son más costosas –y lo son-, la prima para dichas cohortes será mayor. Por lo tanto, este modelo de financiamiento si bien es eficiente pues evita transferencias intergeneracionales y problemas de solvencia por cambios en la estructura etaria de la población, sí exige que cada individuo sea capaz de prever el aumento futuro del costo del seguro y ahorre para solventarlo.



Esto último no es muy compatible con la exigencia de cotización del 7%. Pues en una perspectiva de largo plazo, es probable que el plan que la persona puede financiar con dicho 7% durante el “peak” laboral sea muy superior al que debiese tener en el largo plazo. En caso de continuar con esta lógica, la legislación debiese complementarse con cuentas de ahorro para la salud, pues es la forma de solventar (u obligar a solventar) el futuro aumento en el costo de la salud.

Por otro lado, y tal vez más grave para la sustentabilidad del sistema, esta lógica tampoco es compatible con las expectativas que tiene la población respecto del sistema de salud. La gente comúnmente alega cuando el plan aumenta de precio, e incluso cuando lo hace de acuerdo a la tabla de factores de riesgo. Estos mismos asegurados no observan que en paralelo los costos para su cohorte también han aumentado. De hecho, en la actualidad estos aumentos son inconstitucionales sin que a la fecha se haya resuelto desde una perspectiva lógica el modelo de financiamiento del sistema, lo que en parte permite explicar la explosión de una industria legal dedicada a elaborar juicios para detener aumentos de precio (Gráfico N°10).

Gráfico N°10: Judicialización y número de causas de sistema ISAPRES



Fuente: Estudio Altura Management 2016.

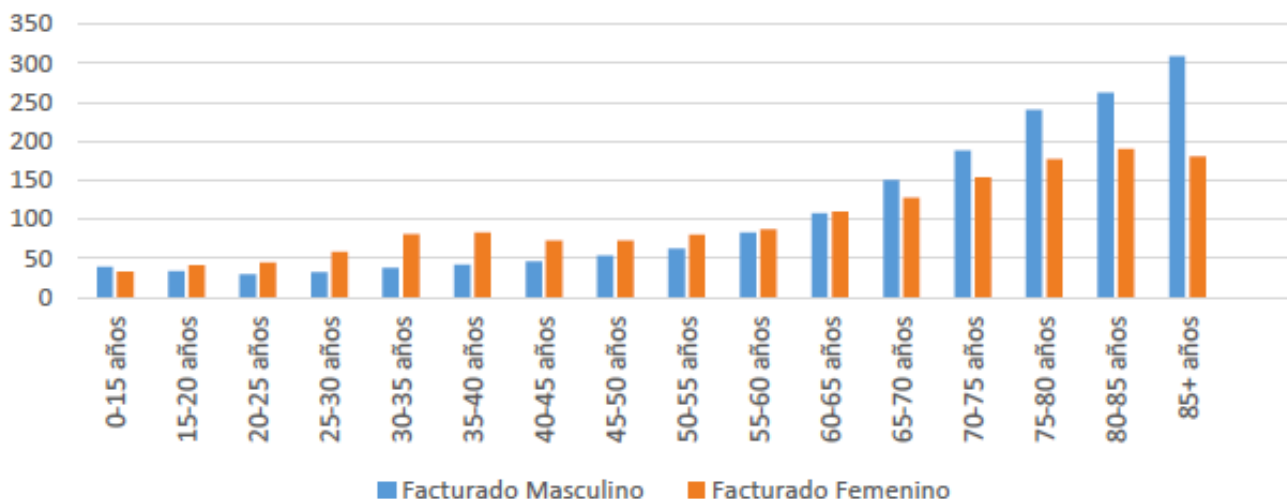
Pero esta situación de congelar precios del seguro y mantener los beneficios mientras aumenta el uso (parte fruto del envejecimiento de los asegurados), es insostenible.

Lamentablemente no existen soluciones fáciles. Más allá del tema de la cautividad y preexistencias –para el cual existen soluciones parciales vía modelos de compensación de riesgo- sólo hay tres opciones: o se permite diferencias de precio entre generaciones; o se diseña un sistema con transferencias intergeneracionales “intra-sistema” (algún tipo de prima plana –o más plana- con compensación por edad entre ISAPRES) o se generan transferencias fuera del sistema (es decir, subsidios para adultos de manera que el costo efectivo a pagar en su ISAPRE sea menor).

Pareciera que en la actualidad tanto el primer como el tercer tipo de solución son políticamente inviables. Mientras el segundo tiene grandes desafíos financieros, sobre todo durante la transición. Profesionales y matrimonios con hijos que hoy pagan relativamente poco por sus seguros de salud (pues pertenecen a cohortes “baratas”), con la prima plana deberán transferir parte de sus ingresos a personas mayores que pertenecen a cohortes más caras.



Gráfico N°11: Monto Facturado Promedio per cápita por Tramo de Sexo y Edad Sistema Privado



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

Fruto de ello, si los costos no disminuyen¹⁰ deberán reducir la cobertura de su plan; o bien desembolsar un mayor costo para mantenerlo –con el riesgo de judicialización que ello implica si actuales afiliados utilizan un criterio de beneficios adquiridos y consideran que no los pueden “bajar de plan” o “aumentar el precio”, sobre todo afiliados cautivos-.

La alternativa a esta transición, es que aquellos que no puedan pagar su plan actual deban traspasarse a FONASA. Si ello sucede, existe un riesgo que el costo del plan para quienes permanecen en el sector privado siga aumentando hasta que los seguros privados se vuelvan inviables, disminuyan sus beneficios o bien sólo presten servicios a adultos mayores –a precios altos-. Este fenómeno es conocido como selección adversa. Para comprenderlo, un ejemplo extremo muy simple es un país de dos personas: un joven que cuesta \$10 y una persona mayor que cuesta \$90. Con tabla de factores el joven paga \$10 y el mayor \$90. Con “prima plana” ambos pagan \$50, pero si el joven se puede retirar a FONASA, el seguro vuelve a costar \$90 y sólo el mayor accede.

Este escenario teórico no es tan descabellado en el caso chileno. De hecho, según un estudio de la Superintendencia, aproximadamente un 15% de los afiliados al sistema ISAPRE –en general jóvenes sanos y familias con hijos- verían aumentado su costo de salud si se implementara un modelo de Plan Único cuya tarifa plana se asimile al promedio del 7% que hoy pagan los afiliados; adicionalmente este plan tiene en promedio menor cobertura que el plan al que acceden actualmente. Atendido las transferencias intergeneracionales, este plan se volvería atractivo para gente mayor al tiempo que pierde su atractivo para los jóvenes. Si se producen migraciones entre sistemas –con mayores migrando desde FONASA a ISAPRES y jóvenes desde ISAPRES a FONASA- el costo del plan aumenta y el modelo se vuelve inviable.

Al final del día, el resultado de esta transición dependerá en primer lugar de hasta qué punto una reforma permita bajar costos y racionalizar el uso de los servicios de salud –disminuyendo la prima promedio-; y en segundo lugar de la sensibilidad precio de la demanda por seguros de salud privado: si los actuales afiliados a ISAPRE no están dispuestos a moverse a FONASA, y los copagos en el sistema privado lo hacen poco atractivo para afiliados de FONASA de mayor edad, entonces existen posibilidades de que una reforma sea menos disruptiva.

¹⁰ Supuesto muy importante, pues un modelo integrado con una mirada de largo plazo a lo largo de la vida del sujeto, debiese ser capaz de disminuir el costo de las prestaciones fruto de un mayor énfasis en prevención, mayor coordinación entre prestadores y aseguradores y un mayor poder de negociación de las aseguradoras a nombre de sus afiliados.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

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

	Fecha	Proyecto	Boletín *
SENADO	Votados	03-01-18 Se aprobó en general el proyecto de ley, en primer trámite constitucional, sobre modernización y fortalecimiento de la Dirección del Trabajo. Urgencia "suma".	11430-13
		03-01-18 Por unanimidad y sin discusión, se aprobó en general el proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que regula el uso de bolsas plásticas desechables de un solo uso. Urgencia "suma".	10054-12
		02-01-18 Por unanimidad y sin debate, se aprobó en general y en particular, el proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que declara feriado el día 16 de enero de 2018, en la Región Metropolitana, con motivo de la visita del Papa Francisco. Urgencia "Discusión Inmediata".	11544-06
		20-12-17 Se aprobó en particular el proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que crea el Ministerio de Ciencia y Tecnología. Urgencia "discusión inmediata".	11101-19
		20-12-17 Se rechazaron las modificaciones introducidas por la Cámara de Diputados, al proyecto de ley, en tercer trámite constitucional, que modifica el Código Penal en lo relativo a los delitos de cohecho y soborno, aumentando las penas, tipifica los delitos de soborno entre particulares y de administración desleal; y la ley N° 20.393, que establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento del terrorismo y delitos de cohecho que indica. Pasa a comisión mixta.	10739-07
		20-12-17 Se aprobó el Informe de la Comisión Mixta, recaído en el proyecto de ley que crea una sociedad anónima del Estado denominada "Fondo de Infraestructura S.A." Urgencia "discusión inmediata".	10647-09
		19-12-17 Se aprobó en particular el proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, sobre transparencia del mercado del suelo e incrementos de valor por ampliaciones del límite urbano. Urgencia "suma".	10163-14
	Informados Comisión Hacienda	12-12-17 Crea el Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación. Segundo informe de comisión en Primer trámite constitucional	11101-19
CÁMARA DE DIPUTADOS	Vistos Comisión Hacienda	02-01-18 Proyecto de ley que modifica la ley N° 20416, que fija normas especiales para empresas de menor tamaño, en materia de plazo y procedimiento de pago a las micro y pequeñas empresas	10785-03
	Votados	09-01-18 Proyecto de ley, iniciado en mensaje, que moderniza la legislación bancaria. Primer trámite constitucional. Informe de la Comisión de Hacienda, rendido. Despachado el proyecto al Senado.	11269-05
		02-01-18 Proyecto de ley, iniciado en mensaje, que crea una sociedad anónima del estado, denominada "Fondo de Infraestructura S.A.". Propositiones de comisión mixta. Aprobado. Despachado el proyecto.	10647-09
		14-12-17 Proyecto de ley, iniciado en moción, que modifica el artículo 37 de la ley n° 19.496, sobre protección de los derechos de los consumidores, a fin de establecer nuevas obligaciones a los proveedores de crédito y a las empresas de cobranza extrajudicial. Informe de comisión mixta. Aprobado. Despachado el proyecto.	10226-03
		12-12-17 Proyecto de ley, iniciado en mensaje, que crea una sociedad anónima del estado, denominada "Fondo de Infraestructura S.A.". Segundo trámite constitucional. Informes de las comisiones de obras públicas, transportes y telecomunicaciones, y de hacienda. Aprobado. Despachado el proyecto al Senado.	10647-09
	Informados Comisión Hacienda	19-12-17 Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Moderniza la legislación bancaria".	11269-05
		07-12-17 Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Crea una sociedad anónima del Estado denominada "Fondo de Infraestructura S.A.". "	10647-09
	Vistos Comisión Hacienda	09-01-18 Con el objeto de tratar el proyecto de ley que "Crea el Nuevo Ahorro Colectivo, Aumenta la Cobertura del Sistema de Pensiones y Fortalece el Pilar Solidario", con urgencia suma.	11372-13

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



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección de Normas Financieras del último mes (Del 1/12 al 09/01).

	Normativas en trámite (últimos 3 meses)			Normativas emitidas		
SBIF	Nombre	Resumen	Sujeto	Circular	Resumen	Sujeto
	Modifica Capítulo 1-13 de la RAN	Se actualizan normas sobre lineamientos y buenas prácticas para la gestión de la Ciberseguridad	Emisoras	Circular 3630	Modifica Capítulo 7-1 de la RAN. Aplicación de reajustes a créditos adquiridos de la Asociación Nacional de Ahorro y Préstamo	Bancos
				Circular 3629	Modifica Capítulo 20-7 de la RAN. Externalización de servicios. Contratación de servicios en la nube. Complementa instrucciones	Bancos
SVS	Modifica Circular 2121	“Modifica normas sobre el Seguro Obligatorio de Accidentes Personales Causados por Vehículos Motorizados con Matrícula Extranjera”	Seguros	Circular 2234	“Modifica Circular 2121 que imparte normas sobre el Seguro Obligatorio de Accidentes Personales Causados por Vehículos Motorizados con Matrícula Extranjera y establece formato y contenido del certificado del seguro.”	Seguros
	“Establece normas para el envío de información relativa al proceso de reparación de vehículos motorizados”	“Establece normas para el envío de información relativa al proceso de reparación de vehículos motorizados, particularmente sobre información a ser enviada, periodicidad, plazo de envío y vigencia”	Seguros	OFC 1025	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a noviembre de 2017	Seguros
	Modifica Circular 1679	“Establece normas sobre forma de acreditar conocimientos sobre el comercio de seguros y de la postulación al registro de auxiliares del comercio de seguros, como corredor de seguros generales y de vida o liquidador de siniestros”	Seguros	OFC 1024	Establece principios de gestión del reaseguro e información sobre programas de reaseguro	Seguros
	Modifica Circular 1928	Modifica normas sobre Obligaciones de las Compañías de Seguros de Vida respecto del Sistema de Pensiones Solidarias y la Bonificación por hijo para las mujeres		NCG 422	Identificación de reaseguradores extranjeros	Seguros
	Modifica Circular 1828	Modifica normas sobre Garantía Estatal por Pensión Mínima para pensionados acogidos a la modalidad de renta vitalicia	Circular 2234	Circular 2233	Comunica tasa de interés de actualización - Diciembre 2017	Seguros
				Circular 2232	Modifica Circulares 1828 y 1928. Modifica normas sobre Garantía Estatal por Pensión Mínima para pensionados acogidos a la modalidad de renta vitalicia y sobre Obligaciones de las Compañías de Seguros de Vida respecto del Sistema de Pensiones Solidarias y la Bonificación por hijo para las mujeres	Seguros
				Circular 2231	Solicita aportes en cumplimiento del DL 1757, correspondientes a diciembre de 2017	Seguros
				OFC 1023	Comunica tasa de interés de actualización - Enero 2018	Seguros
				OFC 1022	Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable de enero de 2018.	Seguros
				OFC 1021	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a noviembre de 2017	Seguros
				OFC 1020	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a noviembre de 2017	Seguros
SP	NT 299	“Proyecto de norma en consulta: Prohibición de invertir en hedge funds. Modifica el título I del libro IV del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía.”	AFC	Circular 2017	Tasa de interés para el cálculo de los retiros programados y las rentas temporales del año 2018.	AFP
	NT 298	“Proyecto de norma en consulta: Prohibición de invertir en hedge funds. Modifica el título I del libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones.”	AFP	Circular 2015	“Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para enero de 2018. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP”	AFP
	NT 297	“Modifica la fecha de pago del subsidio a la contratación y a la cotización de trabajadores jóvenes. Modifica el título XIII del libro II del Compendio de normas del Sistema de Pensiones.”	AFP	Circular 2014	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para enero de 2018. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y que corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
	NT 296	Se modifican los Títulos I y IV del Libro III, sobre beneficios previsionales, del Compendio de Normas, relativo a los Convenios Internacionales de Seguridad Social	IPS	Circular 2012	“Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para diciembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP”	AFP
	NT 295	Se modifica la Norma de Carácter General IPS-SA N°2, relativa al otorgamiento de beneficios previsionales por el instituto de previsión social, en virtud de los Convenios Internacionales de Seguridad Social	IPS	Circular 2011	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para diciembre de 2017. 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.es@uandes.cl

INVESTIGADOR ASOCIADO

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

INVESTIGADOR

Héctor Acuña, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
hacuna.es@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.