

# CEF ANÁLISIS

INFORME  
MACROFINANCIERO  
N° 86



DESCARGA  
EL INFORME



VER INFORMES  
ANTERIORES

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

Proyección de los riesgos más probables a nivel mundial para 2025 y 10 años más



## ECONOMÍA NACIONAL

Leve repunte del ahorro en el tercer trimestre, no así de la inversión



## MERCADO DE CAPITALES

¿Qué pasó con la inflación en 2024 y qué se espera para 2025? Implicancias para la política monetaria



## MERCADO LABORAL Y PENSIONES

Lo bueno y lo complejo del acuerdo de pensiones



## TEMA DE ANÁLISIS

¿Existe inercia en la industria previsional? Relación entre los traspasos de afiliados y las comisiones entre afps



## MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

DICIEMBRE / ENERO

## BOOK REVIEW

“El sentido de la actividad empresarial”





CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2025  
ENERO

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# ECONOMÍA INTERNACIONAL

www



## PROYECCIÓN DE LOS RIESGOS MÁS PROBABLES A NIVEL MUNDIAL PARA 2025 Y 10 AÑOS MÁS

Al cerrar el 2024, un año lleno de desafíos que pusieron a prueba los sistemas globales —desde la intensificación de los conflictos geopolíticos y el aumento de fenómenos climáticos extremos, hasta los avances tecnológicos que han acelerado la propagación de la desinformación y las múltiples elecciones presidenciales—, los líderes mundiales se preguntan con inquietud: ¿qué riesgos traerá el 2025 y los años siguientes?

La 20ª edición del Informe de Riesgos Globales del Foro Económico Mundial (WEF, por sus siglas en inglés), basado en la Encuesta de Percepción de Riesgos Globales (GRPS, también por sus siglas en inglés) realizada a más de 900 expertos en todo el mundo, ofrece respuestas claras a esta interrogante.

Según los resultados de la última encuesta GRPS 2025, en respuesta a la consulta “Seleccione un riesgo que considera más probable para una crisis material a escala global en 2025”, presentados en el Gráfico N°1, han surgido nuevas preocupaciones relacionadas con los riesgos geopolíticos. La invasión rusa a Ucrania, la guerra en Gaza entre Israel y Hamás con la posible intervención de Irán, y los conflictos internos en Sudán y otros países de África subsahariana hacen inevitable considerar estos acontecimientos al evaluar el principal riesgo global de este año. En efecto, el riesgo denominado "Conflictos armados entre Estados"<sup>1</sup> se ha ubicado en el primer lugar, con cerca de una cuarta parte de los encuestados (23%) que lo consideran el más probable en causar daños materiales.

En comparación con evaluaciones anteriores, como muestra el Gráfico N°2, en 2024<sup>2</sup>, este riesgo se ubicó mucho más abajo, en la octava posición. Asimismo, hace solo dos años, este riesgo no era percibido como uno de los más severos, ya que en la encuesta de 2023 ni siquiera fue identificado dentro de los diez con un impacto más probable a dos años plazo<sup>3</sup>, es decir, según lo estimado en ese momento para el año 2025.

Adicionalmente, las tensiones geopolíticas también están asociadas al creciente riesgo de "Confrontación geoeconómica"<sup>4</sup>, el cual ocupa el tercer puesto, manteniéndose en la misma posición establecida en 2023.

<sup>1</sup> Incluye guerras por poderes, guerras civiles, golpes de estado, terrorismo, entre otros.

<sup>2</sup> En la encuesta del año pasado, la consulta permitía seleccionar hasta cinco riesgos considerados como los más probables de generar una crisis material a escala global. Con base en el porcentaje obtenido por cada riesgo, se estableció un orden de mayor a menor probabilidad. En este caso, todos los riesgos obtuvieron un porcentaje mayor, ya que, al poder seleccionar más de uno, era esperable un incremento en las cifras. Por ejemplo, el riesgo de "Conflictos armados entre Estados" alcanzó un 25%, pero se posicionó en el octavo lugar.

<sup>3</sup> Cuando se consulta por el horizonte de 2 o 10 años, en todas las encuestas se solicita a los encuestados que estimen el impacto probable (severidad) de cada uno de los riesgos globales en una escala de 1 a 7 (1 = Baja severidad, 7 = Alta severidad) para ambos períodos. Luego, con base en el promedio obtenido para cada riesgo, se elabora el ranking correspondiente.

<sup>4</sup> Considera sanciones, aranceles y control de inversiones.



## ECONOMÍA INTEERNACIONAL

Lo favorable es que, como evidencia el Gráfico N°3, a largo plazo, es decir, a 10 años, estos riesgos pierden relevancia, ubicándose en las posiciones 12 y 18 para “Conflictos armados entre Estados” y “Confrontación geoeconómica”, respectivamente. De hecho, dentro de los 10 riesgos más importantes en ese horizonte, ninguno está catalogado dentro de esta categoría geopolítica.

Por otro lado, dado que recientemente se anunció que el año pasado fue el más caluroso de la Tierra desde que se tiene registro, sumado a eventos recientes como las olas de calor en partes de Asia, las inundaciones en Brasil, Indonesia y Europa, y los huracanes Helene y Milton en Estados Unidos, se han mantenido las preocupaciones medioambientales en un lugar destacado, especialmente aquellas relacionadas con fenómenos meteorológicos extremos. Así, para 2025, el riesgo designado como “Eventos climáticos extremos” fue seleccionado por un 14% de los encuestados, ubicándolo en el segundo lugar, una posición más baja que el año pasado, pero la misma que hace dos años.

Adicionalmente, en el horizonte de 10 años, este riesgo ha alcanzado el primer lugar en la última encuesta, reflejando la creciente preocupación de que su impacto no solo se mantendrá, sino que podría volverse aún más severo y persistente en el tiempo. Esto evidencia que la carga del cambio climático será cada vez más palpable, ya que la continua contaminación derivada del uso de combustibles fósiles como el carbón, el petróleo y el gas está impulsando la frecuencia e intensidad de los fenómenos meteorológicos extremos. En otros riesgos relacionados con el medioambiente destacan el “Cambio crítico en los sistemas de la Tierra”, que ocupa la séptima posición, mientras que los demás no parecen tener tanta relevancia. Lo preocupante es que, en un horizonte de 10 años, estas amenazas aumentan significativamente, llegando a representar la mitad de los riesgos más importantes a nivel global.

Respecto a los riesgos catalogados como tecnológicos, destaca para 2025 el definido como “Desinformación y mala información”, con un 7% de los encuestados considerándolo el más probable, ubicándose en el cuarto lugar. Este aumento en la percepción del riesgo se viene observando desde el año pasado, cuando ocupaba la segunda posición, pues hace dos años ni siquiera figuraba. Esto no es sorprendente, considerando que últimamente se ha visto una creciente difusión de información falsa o engañosa a través de redes sociales, lo cual puede afectar las decisiones clave a nivel global, generar inestabilidad social y política, y desviar recursos de áreas prioritarias. Este riesgo se espera siga siendo relevante en los próximos 10 años, ya que para ese horizonte es considerado el quinto más severo.

En cuanto a los otros riesgos tecnológicos, “Los resultados adversos de las tecnologías de IA” no parecen ser tan probables para este año, ya que es muy posible que se estén sobre ponderando sus efectos positivos en el corto plazo. Por otro lado, los “ciberataques” pierden relevancia si los comparamos con años anteriores. Sin embargo, a 10 años, ambos riesgos son considerados más probables de afectar negativamente, ya que pasan a formar parte de los 10 primeros lugares.



### ECONOMÍA INTEERNACIONAL

Los riesgos de naturaleza social se reflejan en cuatro de los 10 principales riesgos que se espera presenten una crisis material en 2025: “Polarización social” con un 6% de los encuestados, ocupando el quinto puesto; “Falta de oportunidades económicas o desempleo” con un 3%, alcanzando el octavo lugar; y “Erosión de los derechos humanos y/o libertades cívicas” con un 2%, ubicándose en el décimo puesto. En ambos años anteriores, no se observaba esta cantidad de riesgos sociales dentro del ranking de los 10 principales, lo que refleja una sensación de sociedades cada vez más fragmentadas. Sin embargo, es probable que estos efectos sean menos severos en comparación con otros riesgos, en particular los medioambientales, en los próximos 10 años, ya que, conforme se proyecta, estos riesgos sociales van perdiendo posiciones en ese horizonte.

Por último, en el frente económico, el riesgo de una “Recesión económica” sigue siendo una preocupación común entre los encuestados, con un 5% considerándolo como el mayor riesgo para una crisis en 2025, posicionándose en el sexto puesto, el mismo que el año pasado. Esto está en línea con el lento crecimiento económico mundial de 2024, que, según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) en su último informe World Economic Outlook (WEO) de enero, alcanzó una tasa anual de 3,2%, como se muestra en el Gráfico N°4. Para 2025, se proyecta un crecimiento de 3,3%, ambas cifras inferiores al promedio cercano al 4% registrado en las décadas previas a la pandemia.

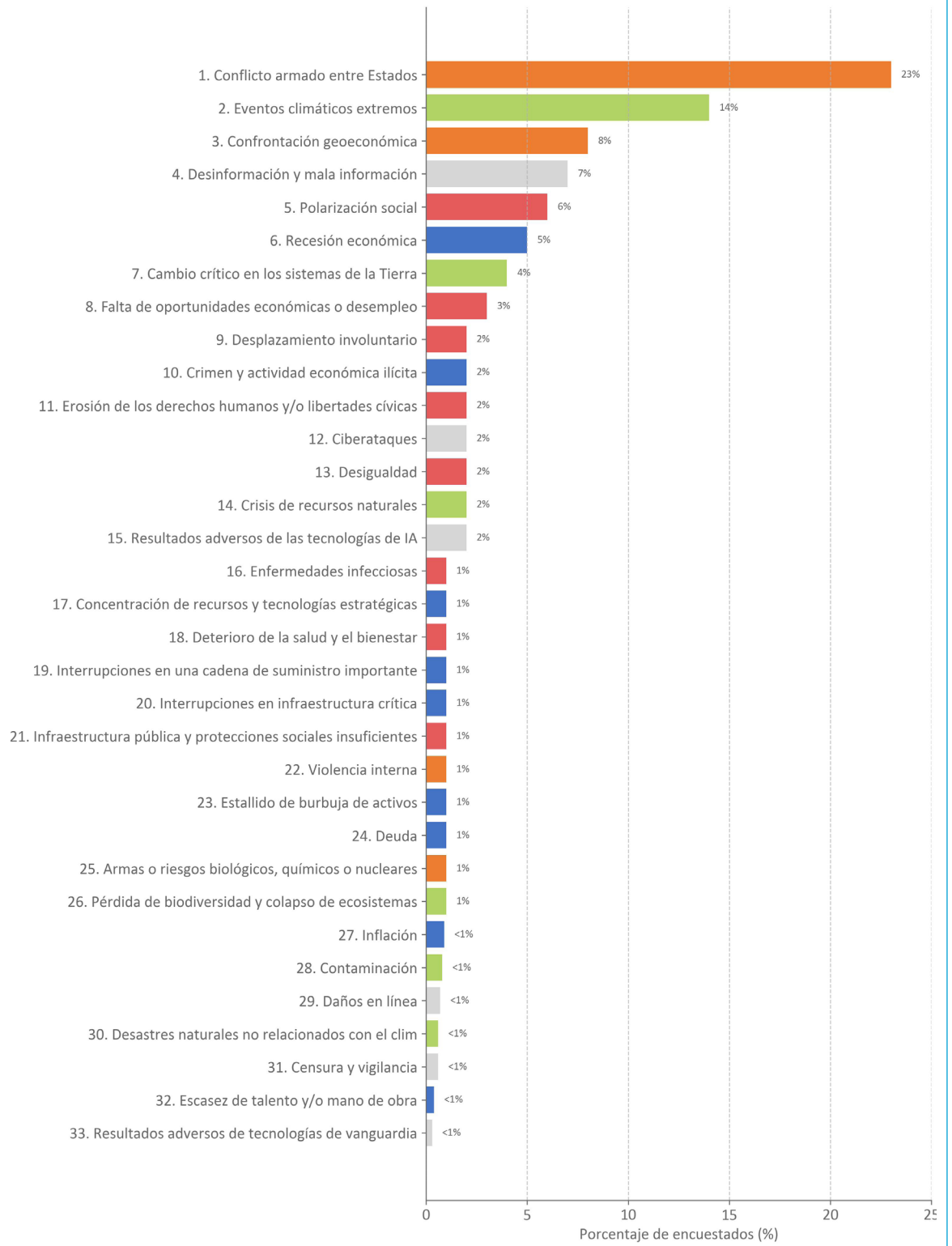
En cuanto a los demás riesgos económicos, ninguno figura entre los 10 primeros. Además, a un horizonte de 10 años, no se identifica ningún riesgo de esta categoría, ni siquiera el de recesión económica, lo que refleja una mayor estabilidad y confianza en el panorama económico a largo plazo.

En definitiva, para este año 2025 se espera un panorama más complejo, marcado por riesgos geopolíticos, como la escalación de conflictos armados, y también económicos, junto con aquellos derivados de la fragmentación social. A estos se suman los riesgos en el ámbito tecnológico, vinculados a la propagación de información falsa, seguidos por un débil crecimiento económico. A largo plazo, en cambio, los principales desafíos estarían asociados a los riesgos medioambientales, los cuales podrían tener un impacto significativo en la sostenibilidad global y el bienestar de las futuras generaciones.



**ECONOMÍA INTEERNACIONAL**

GRÁFICO N°1: PROYECCIÓN DE RIESGOS PARA EL AÑO ACTUAL 2025 (GRPS 2025)



Fuente: Elaboración propia en base a GRPS 2025.

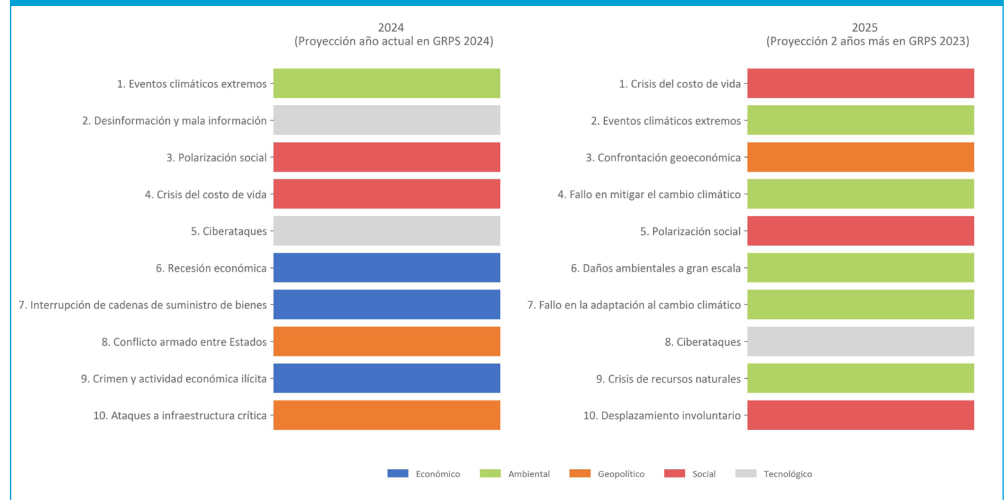
Nota: Las barras reflejan el porcentaje de encuestados que considera cada riesgo como el de mayor probabilidad de provocar una crisis material a escala global en 2025. Los riesgos están ordenados de mayor a menor porcentaje.



ECONOMÍA INTEERNACIONAL

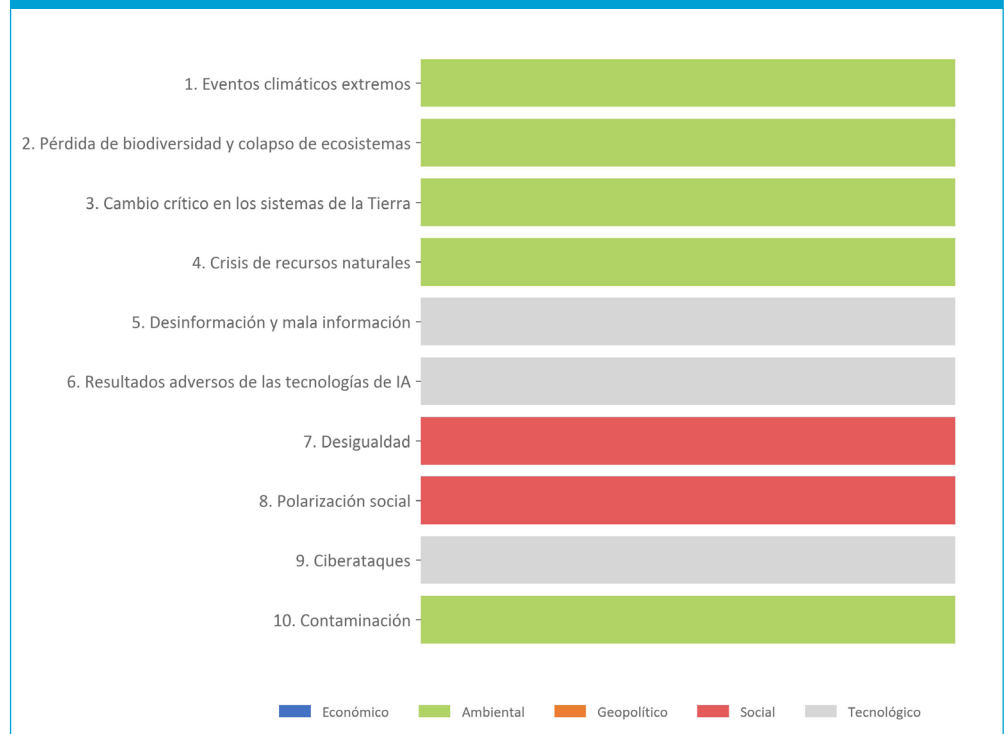


GRÁFICO N°2: PROYECCIÓN DE RIESGOS ENCUESTAS ANTERIORES (GRPS 2024 Y GRPS 2023)



Fuente: Elaboración propia en base a GRPS 2024 y 2023.  
Nota: Las barras están ordenadas de menor a mayor según los criterios de evaluación de riesgo de cada encuesta y plazo, indicados en los pies de página números 2 y 3.

GRÁFICO N°3: PROYECCIÓN DE RIESGOS PROXIMO 10 AÑOS (GRPS 2025)

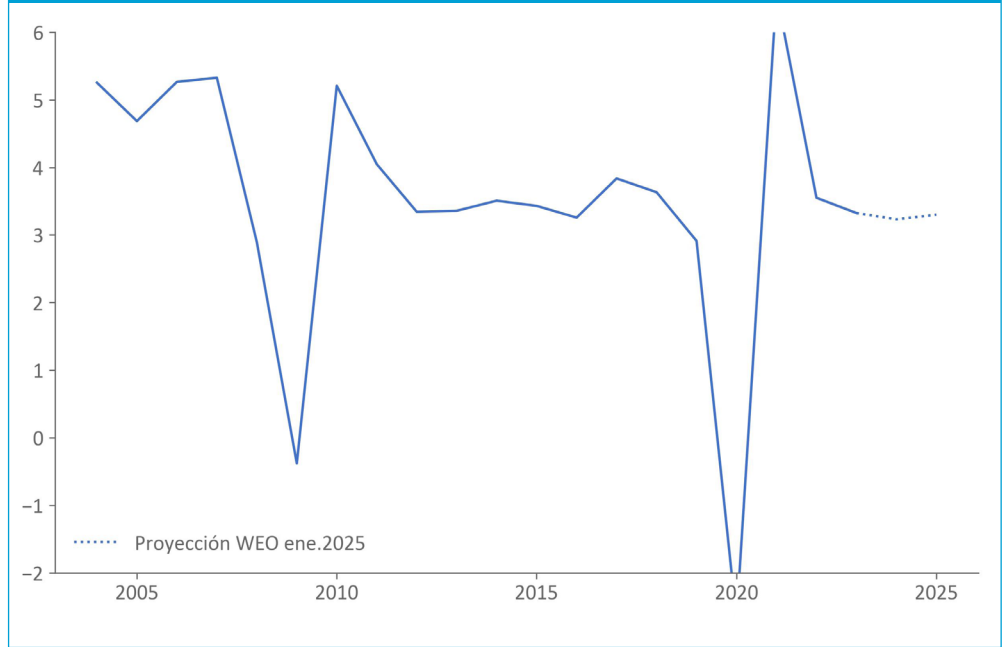


Fuente: Elaboración propia en base a GRPS 2025.  
Nota: Las barras están ordenadas de menor a mayor según el criterio de evaluación de riesgo para el plazo de 10 años, indicado en el pie de página número 3.



**ECONOMÍA INTEERNACIONAL**

GRÁFICO N°4: PIB GLOBAL (VAR. ANUAL %)



Fuente: Elaboración propia en base a IMF.





CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2025  
ENERO

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO



# ECONOMÍA NACIONAL

# LEVE REPUNTE DEL AHORRO EN EL TERCER TRIMESTRE, NO ASÍ DE LA INVERSIÓN

## ECONOMÍA NACIONAL

Probablemente, una de las principales preocupaciones económicas de los últimos años sea el débil desempeño de las cifras de inversión y ahorro, ambas con tasas por debajo de sus promedios históricos, afectadas por aumentos impositivos, una mayor incertidumbre jurídica y políticas erradas de estímulo implementadas durante la pandemia.

En ese contexto, adquiere especial relevancia el análisis de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI), publicadas trimestralmente por el Banco Central, recientemente dadas a conocer para el tercer trimestre de 2024. Anteriormente, habíamos analizado estas cifras a raíz de un comentario del ministro Mario Marcel, pero en ese momento los datos solo abarcaban hasta el segundo semestre del año pasado<sup>1</sup>. Por lo tanto, veamos qué ocurrió en el trimestre inmediatamente posterior.

Dentro de lo positivo, se observa un leve aumento en la tasa de ahorro nacional, que, medida como porcentaje del PIB y en promedio móvil anual, pasó de un 19,1% en el tercer trimestre de 2023 a un 19,7% en el mismo período de 2024, alcanzando su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2020. Sin embargo, estos incrementos aún la mantienen muy por debajo de las cifras cercanas al 25% registradas **hace una década, entre 2004 y 2014**. Por su parte, la tasa de inversión<sup>2</sup> continúa mostrando una tendencia decreciente, alcanzando un 22,4% del PIB en el tercer trimestre 2024, por debajo del 23,3% registrado en el mismo período del año anterior y muy lejos de los niveles observados antes de esta década de estancamiento, cuando en algunos periodos incluso superó el 27% del PIB (ver Gráfico N°1).

El principal aporte de las CNSI es que permiten identificar cuáles son los sectores que explican el comportamiento del ahorro y la inversión, lo que ayuda a comprender las causas de los fenómenos observados. Por ello, analicemos lo ocurrido en el tercer trimestre del año pasado en el ahorro e inversión de cada sector en específico.

En Chile, como mencionamos en el informe anterior, son las empresas no financieras las que más contribuyen a las tasas de inversión y ahorro. En particular, como se observa en el Panel A del Gráfico N°2, la tasa de ahorro de las empresas ha estado en aumento, ubicándose en el tercer trimestre de 2024 en un 13,5%, un nivel algo superior al promedio del decenio pasado. En cambio, la tasa de inversión de las empresas evidencia una marcada tendencia decreciente, pasando de niveles superiores al 20% hace algunos años a un 16,2% en el dato más reciente disponible. ¿Significa esto que las empresas están desaprovechando oportunidades de inversión, dado su stock de ahorro? Es probable que el problema se deba, en mayor medida, a menores retornos de inversión netos de tributación, mayores costos de endeudamiento, menor certeza jurídica y el ya conocido problema de la “permisología”. Esto

<sup>1</sup> Para más detalles, consulte el informe de noviembre de 2024 en el siguiente enlace: [Informe Macrofinanciero - Noviembre 2024](#).

<sup>2</sup> En el enfoque de Cuentas Nacionales, el ahorro es la fuente de fondos y la inversión es el uso o destino de los fondos. Así, la inversión es calculada según la reorganización de la siguiente fórmula según los datos de CNSI: Capacidad/ Necesidad de financiamiento = Ahorro-Inversión



### ECONOMÍA NACIONAL

sugiere que, si se logran corregir estos factores, las empresas no enfrentarían restricciones financieras significativas para incrementar sus niveles de inversión, lo que podría mejorar las condiciones laborales en la economía. De hecho, la brecha entre ahorro e inversión de las empresas, es decir, el déficit de ahorro (3,1% del PIB), está actualmente muy por debajo de los niveles de hace una década atrás, cercanos a 8%.

El segundo sector que más contribuye al ahorro son los hogares y las instituciones privadas sin fines de lucro (IPSFL), cuya tasa de ahorro alcanzó un 5,1% del PIB, como se evidencia en el Panel B. Este resultado refleja una tendencia positiva, ya que es levemente superior al nivel de hace un año, aunque sigue por debajo de los niveles registrados hace diez años atrás, cuando el promedio fue de aproximadamente 7%. Esto evidencia la importancia de fortalecer el ahorro previsional obligatorio. Por su parte, la inversión de los hogares, vinculada principalmente a la vivienda, se encuentra estancada, situándose recientemente en un 1,9% del PIB, y continúa por debajo de los niveles observados en la década anterior.

El tercer sector en términos de relevancia para los niveles de ahorro e inversión es el gobierno general<sup>3</sup>. Dado el deterioro fiscal de los últimos diez años, este sector se ha convertido en el principal responsable de la caída en la tasa de ahorro nacional. Como muestra el Panel C, en el tercer trimestre esta tasa registró un valor cercano a cero, de 0,06%; frente al 1,7% del mismo período del año anterior y muy por debajo del promedio de 5,7% observado en promedio entre 2004 y 2014<sup>4</sup>. Como resultado, esto ha generado algún grado del llamado efecto “crowding out”, ya que el financiamiento interno del déficit fiscal demanda ahorro del sector privado, que entonces no se destina a inversión privada. De alguna forma, el mayor déficit del gobierno general explica el menor déficit de las empresas. A su vez, la tasa de inversión pública muestra una muy leve tendencia a la baja, llegando a un nivel de 2% del PIB en el tercer trimestre del año pasado.

Por último, se encuentra el sector de empresas financieras (o sociedades financieras), que recientemente ha mostrado una recuperación -como se ve en el Panel D-, alcanzando un 1% en el último período, por encima de la inversión, que se sitúa en torno al 0,7%. Este sector suele ser superavitario en términos de ahorro, aunque su aporte es poco significativo a nivel agregado. Un aspecto importante por destacar es que el gran incremento en los niveles de ahorro entre 2021 y 2022 para este sector se explica por los retiros de los fondos de pensiones, actuando como la contrapartida del desahorro de los hogares derivado del mismo fenómeno.

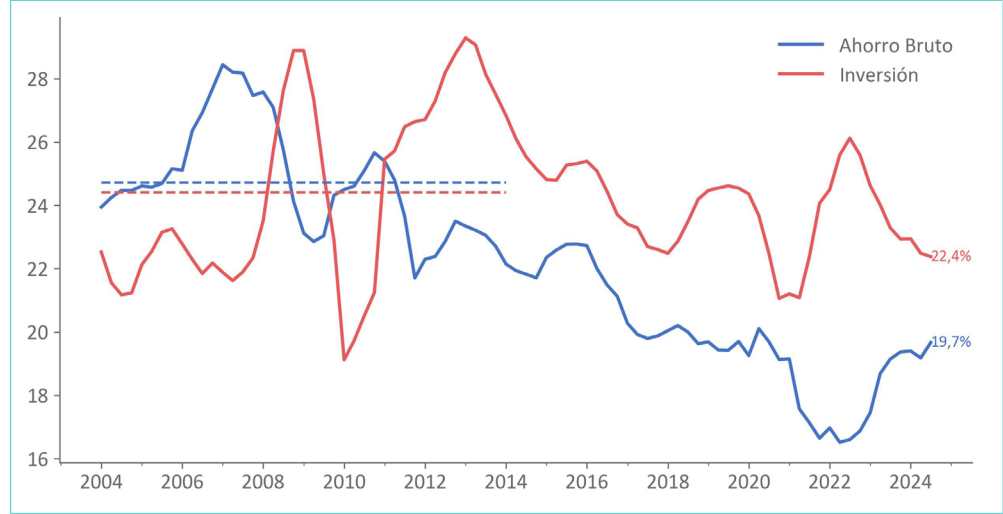
<sup>3</sup> Corresponde al gobierno central más los gobiernos locales.

<sup>4</sup> En todo caso, los niveles de ahorro público del período 2004-2012 son poco representativos, ya que se explican principalmente por la bonanza del cobre de esos años.



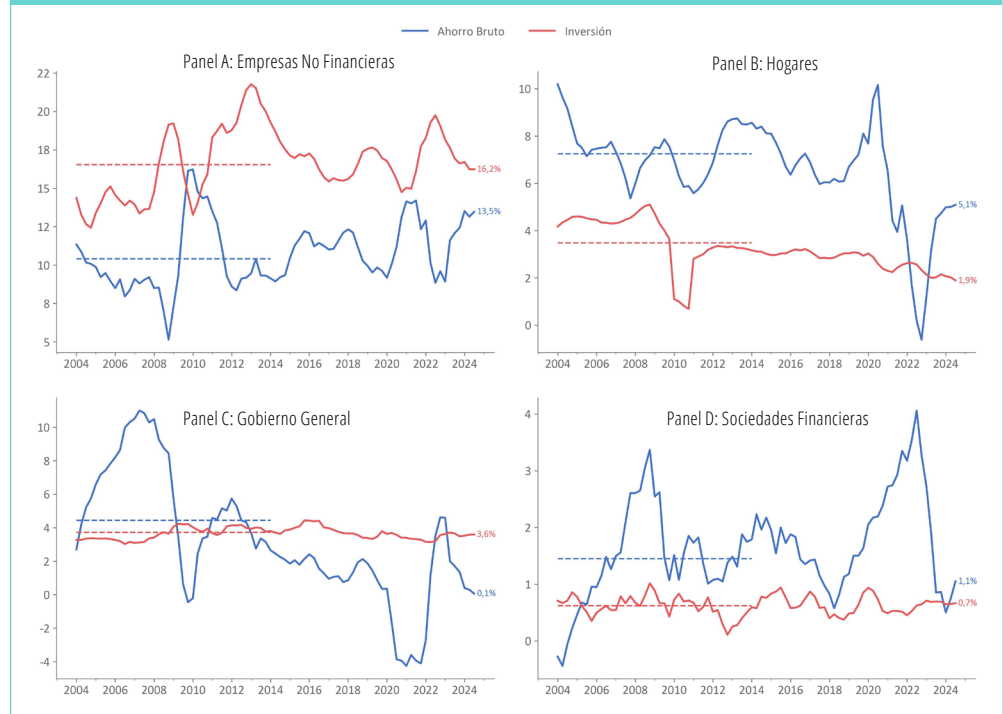
ECONOMÍA NACIONAL

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



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.  
Nota: Las líneas punteadas representan el promedio correspondiente al período entre 2004 y 2014.

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



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.  
Nota: Las líneas punteadas representan el promedio correspondiente al período entre 2004 y 2014.



CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2025  
ENERO

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# MERCADO DE CAPITALES

# ¿QUÉ PASÓ CON LA INFLACIÓN EN 2024 Y QUÉ SE ESPERA PARA 2025? IMPLICANCIAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

## MERCADO DE CAPITAL

El último mes del año pasado, el IPC total registró una caída de 0,2% respecto al mes de noviembre, explicada principalmente por la disminución de los componentes volátiles no relacionados con la energía. En detalle, los alimentos volátiles cayeron un 0,94% en términos mensuales, mientras que el resto de los componentes volátiles, excluyendo la energía, bajó un 0,87%. Los productos que más contribuyeron al retroceso mensual del IPC fueron, evidentemente, aquellos catalogados como volátiles. En primer lugar, el transporte aéreo internacional, con una incidencia de -0,081 puntos porcentuales en la variación mensual del IPC total, siendo la mayor en términos absolutos entre todos los productos. Le siguieron las papas, con una incidencia de -0,067; y posteriormente el vino, el pan y el tomate, con aportes de -0,058, -0,056 y -0,055 puntos porcentuales, respectivamente.

Pese a esta caída puntual, como muestra el Gráfico N°1, la variación anual, tanto de la serie empalmada del INE como de la serie referencial del Banco Central de Chile (BCCh)<sup>1</sup>, alcanzó un 4,5% al cierre de 2024, superando la tasa registrada en noviembre de 2024 (4,2% en ambos casos)<sup>2</sup> y manteniéndose, por cuarto año consecutivo, por encima de la meta del 3% establecida.

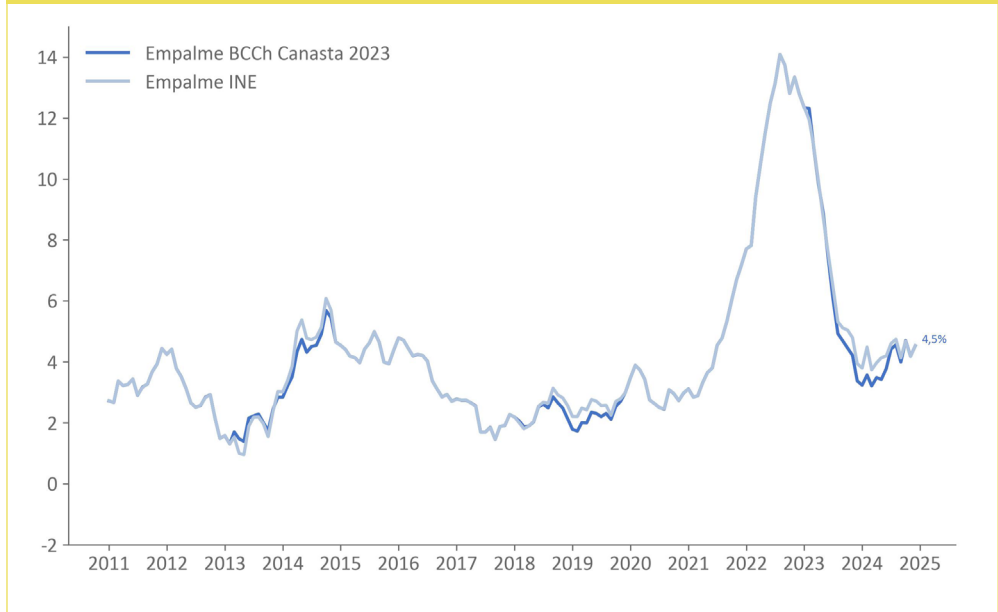
Además, esta tasa anual es significativamente superior a lo proyectado a fines de 2023. En diciembre de ese año, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) estimaba que la inflación al cierre de 2024 alcanzaría la meta, mientras que las proyecciones más bajas la situaban en torno al 2,9% (percentil 10) y las más altas en torno al 3,4% (percentil 90), todas cifras que finalmente quedaron por debajo y distantes del resultado efectivo. Asimismo, la proyección del IPoM de diciembre de 2023 preveía una inflación levemente por debajo de la meta, ubicándola, al igual que el percentil 10 de la EEE, en un 2,9%. Estas estimaciones fueron ajustándose al alza a lo largo del año, a medida que los datos efectivos superaban las expectativas. Así, la mediana de la última EEE en que se consultó la proyección para 2024, realizada en octubre de ese año, se alineó con el resultado final, ubicándose en un 4,5%; mientras que la última estimación del IPoM, correspondiente a diciembre de 2024, incluso proyectó una inflación superior a la finalmente registrada, situándola en un 4,8% (ver Gráfico N°2).

<sup>1</sup> La medición oficial de la inflación, utilizada para el reajuste de contratos, obligaciones o valores indexados a la variación del IPC, corresponde a la serie empalmada publicada por el INE. Para 2023, esta serie considera las cifras de inflación mensual divulgadas durante el año pasado, calculadas con la canasta 2018 = 100. Por otro lado, la serie empalmada del BCCh emplea precios actualizados según la metodología y ponderaciones vigentes para 2023. Si bien esta última no constituye la medición oficial del IPC, el BCCh la utiliza como referencia para el análisis macroeconómico de la inflación.

<sup>2</sup> Este aumento se explica porque la disminución del IPC en diciembre del año pasado fue mayor, lo que generó una base de comparación más baja.

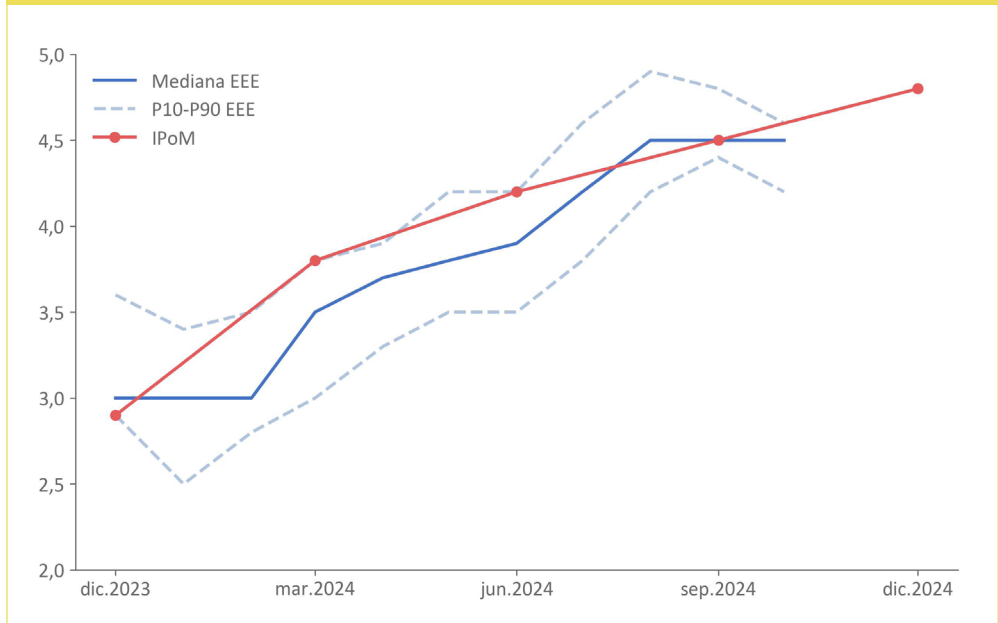
**MERCADO DE CAPITALES**

**GRÁFICO N°1: IPC (VARIACIÓN ANUAL %)**



Fuente: INE y Banco Central de Chile.

**GRÁFICO N°2: EXPECTATIVAS DE IPC PARA DICIEMBRE DE 2024 (VARIACIÓN ANUAL %)**



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

¿Qué estuvo detrás de esta mayor inflación, que superó en más de un punto porcentual lo esperado hace algo más de un año?

El factor más relevante fue la Ley N°21.667, aprobada en abril de 2024, la cual puso fin al congelamiento de las tarifas eléctricas y estableció un pago gradual de la deuda acumulada durante el año, con el último ajuste programado para enero de 2025<sup>3</sup>. Esto provocó un fuerte aumento en el precio de un producto cuya ponderación en la canasta del IPC, de un 2,2%, es considerablemente alta en comparación con otros componentes. Como resultado, la variación anual del IPC del suministro de electricidad a diciembre de 2024 alcanzó un 46%, convirtiéndose en el componente de mayor incidencia positiva, aportando 0,993 puntos porcentuales a la variación anual del IPC general. Sin este componente, la inflación habría cerrado el año en un 3,5%, una cifra más alineada con las proyecciones iniciales, aunque aún por encima de estas.

La diferencia restante, ¿por qué podría explicarse? En 2024, la economía enfrentó una serie de shocks inflacionarios derivados del incremento en los costos laborales asumidos por las empresas. Un reflejo de ello fue el repunte del índice de remuneraciones desde mediados del año pasado, alcanzando un crecimiento anual de 8% en noviembre, sobre el crecimiento promedio histórico. Dado que los salarios repercuten principalmente en el componente de servicios debido a su mayor intensidad laboral, esa brecha podría atribuirse al alza excesiva de precios en dicho rubro.

De hecho, el componente de servicios del IPC registró, durante la mayor parte del año, incrementos mensuales superiores a los patrones estacionales históricos previos a la pandemia (2011-2019). Ahora bien, dichas cifras incluyen el suministro de electricidad; no obstante, este producto mostró aumentos significativos únicamente en tres meses puntuales (junio, julio y octubre), mientras que en los demás exhibió incrementos nulos o muy bajos. Como se observa en el Panel A del Gráfico N°3, la inflación mensual del IPC de servicios superó su promedio histórico en varios otros meses —entre ellos febrero, marzo, abril, agosto y noviembre— lo que evidencia que hay otros servicios con alzas considerables que probablemente sorprendieron.

En consecuencia, el IPC de servicios registró incrementos en su variación anual durante casi todo 2024, terminando en 7%. Si se excluye la electricidad de dicha cifra<sup>4</sup>, la variación anual se ubicaría en 4,8%, un valor superior al promedio histórico previo a la llegada del COVID (4,1%), tal como se aprecia en el Gráfico N°4. Esto sugiere nuevamente que otros servicios también han mostrado alzas considerables: paquetes turísticos internacionales, suscripciones a contenidos audiovisuales, servicios de alojamiento y servicios de limpieza y reparación de vestuario, todos con incrementos por encima del 10% en 2024.

<sup>3</sup> Para más detalles, consulte el informe de noviembre de 2024 en el siguiente enlace: [Informe Macrofinanciero - Julio 2024](#).

<sup>4</sup> Le restamos la incidencia que tiene este componente en el subíndice de servicios, obtenida al dividir la incidencia en el IPC total por el peso del IPC de servicios en el IPC general (44,87%). Esto resulta en aproximadamente 2,2 puntos porcentuales.

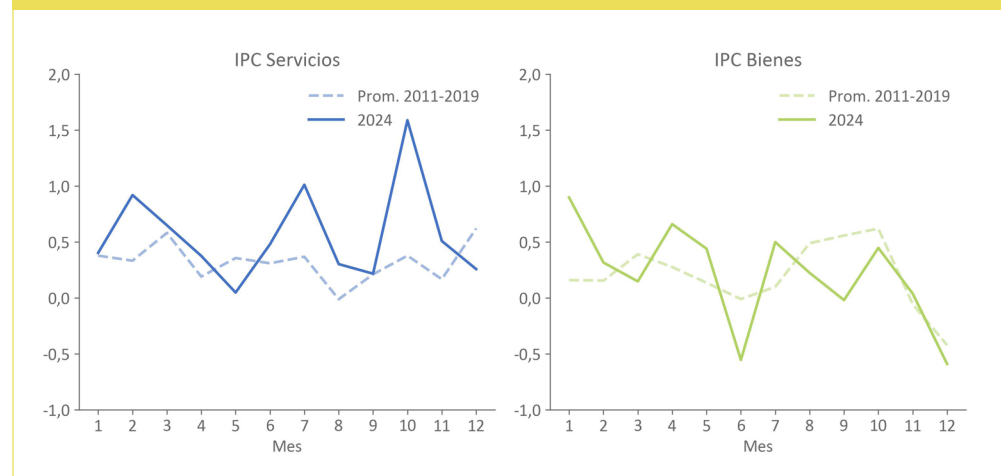


En cuanto al IPC de bienes, pareciera que no presentó grandes sorpresas al alza y, por ende, no fue el principal responsable de la mayor subida del IPC general. Al analizar las variaciones mensuales, como se puede ver en el Panel B del Gráfico N°3, estas se mantuvieron en línea -e incluso por debajo- de los patrones estacionales históricos, a diferencia de lo ocurrido con el componente de servicios. Así, la inflación anual del IPC de bienes se mantuvo baja a lo largo de 2024, ubicándose en diciembre en 2,5%, una cifra algo menor que el promedio previo a la pandemia.

Estas cifras evidencian que, hasta el momento, la depreciación de nuestra moneda frente al dólar y a una canasta más amplia de divisas ha tenido efectos limitados. Ello se debe en gran medida a que incide, sobre todo, en los bienes, los cuales poseen una proporción más elevada de costos e insumos importados en su producción (ver Gráfico N°5).

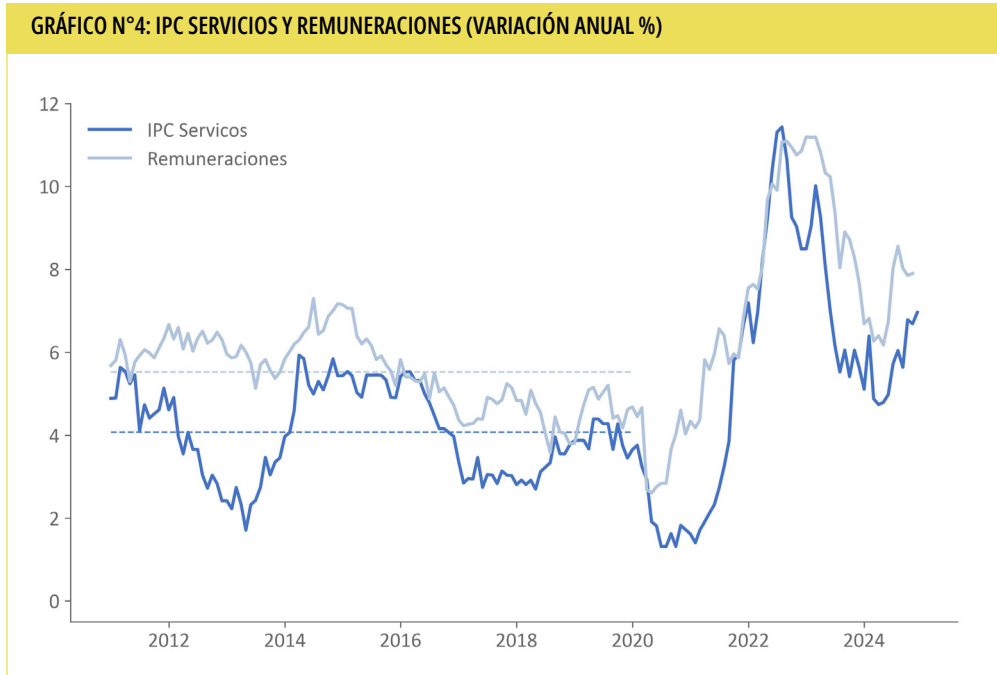
En este contexto de bajo traspaso del tipo de cambio, que se ha mantenido en niveles persistentemente más depreciados, incluso superando recientemente la barrera de los \$1.000, y sumado al aumento adicional de las tarifas eléctricas en enero y a los últimos incrementos del precio internacional del petróleo con sus correspondientes efectos de segunda vuelta; los analistas prevén que la inflación continúe elevándose durante gran parte de 2025 para luego comenzar a moderarse hacia el final de dicho año. Sin embargo, se estima que incluso tras esta moderación, el cierre del año se ubicará nuevamente por encima de la meta. En concreto, como se muestra en el Gráfico N°6, en la Encuesta de Expectativas de Enero (EEE) de este año la mediana espera que 2025 cierre con una inflación anual de 3,8%, mientras que los analistas más optimistas anticipan una inflación de 3,5%. A su vez, en el IPoM de diciembre, el BCCh proyecta una cifra de 3,6%.

GRÁFICO N°3: IPC SERVICIOS Y BIENES (VARIACIÓN MENSUAL %)

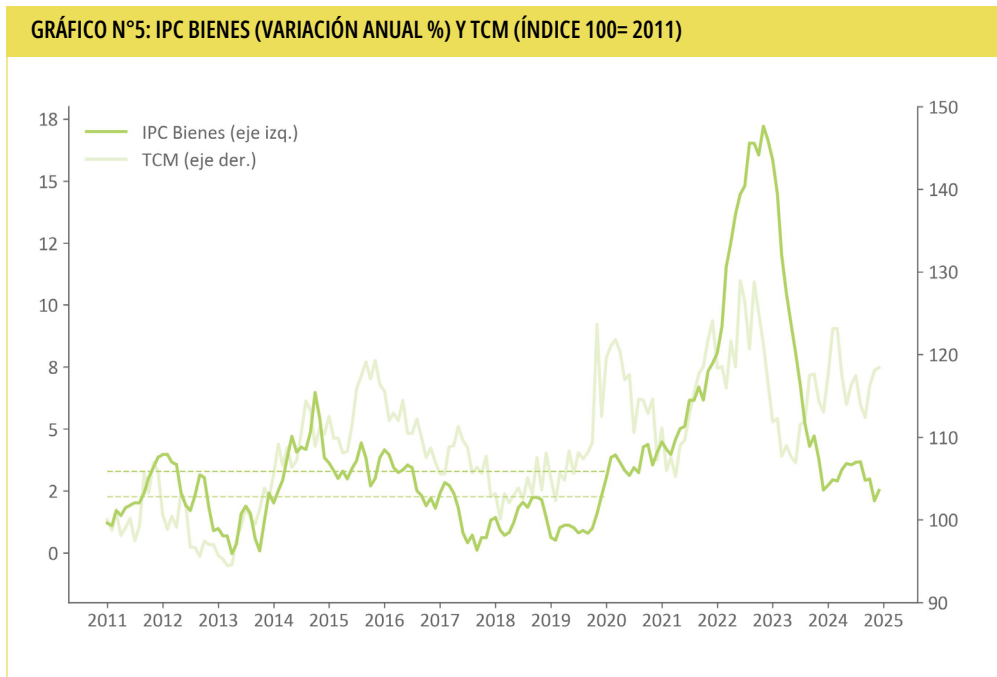


Fuente: Elaboración propia en base a INE y Banco Central de Chile.

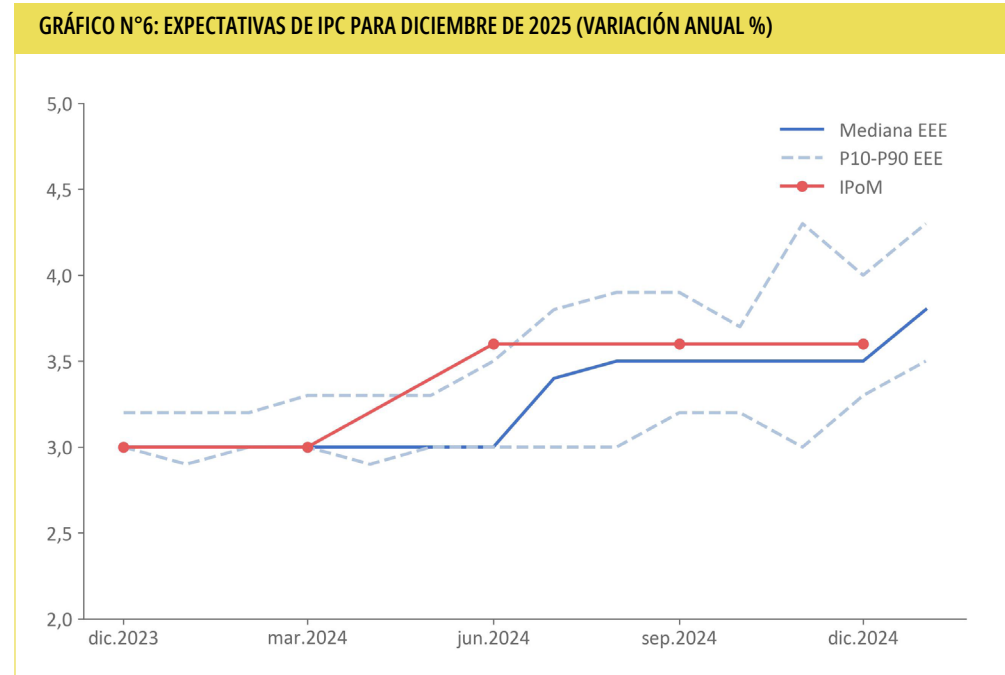
**MERCADO DE CAPITALES**



Fuente: Elaboración propia en base a INE y Banco Central de Chile.  
 Nota: Las líneas horizontales muestran el promedio correspondiente al período 2011-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a INE y Banco Central de Chile.  
 Nota: Las líneas horizontales muestran el promedio correspondiente al período 2011-2019.



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

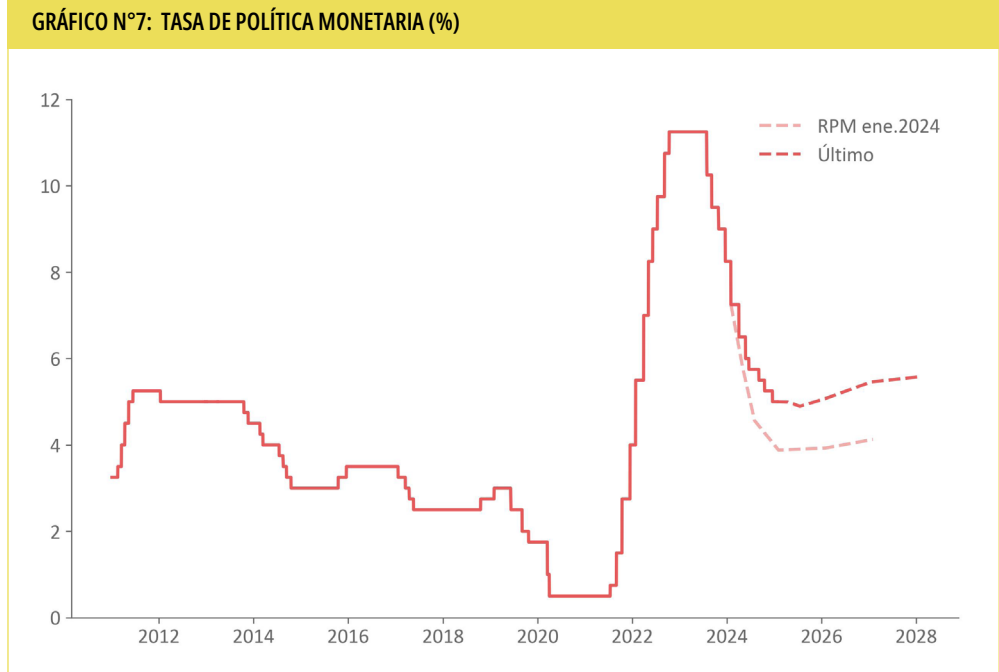
¿Cómo impactó la elevada inflación registrada al inicio de 2024 en la Tasa de Política Monetaria (TPM)?

El año comenzó con el Consejo recortando la TPM en 100 puntos básicos en la Reunión de Política Monetaria (RPM) de enero, afirmando que el camino hacia la relajación monetaria sería rápido, pues, como se mencionó arriba, en ese entonces la perspectiva era que la inflación continuaría convergiendo rápidamente. Posteriormente, en junio, ante sorpresas inflacionarias y la confirmación del descongelamiento de las tarifas eléctricas, el Consejo modificó su estrategia. Indicó que, si bien continuaría el proceso de recortes, estos serían menos drásticos. Así, redujo la tasa en 25 puntos básicos y aplicó la misma medida en las reuniones siguientes, exceptuando julio, cuando pausó los recortes. En total, la TPM acumuló una reducción de 325 puntos básicos durante el año, cerrando en un 5%.

Así, como se muestra en el Gráfico N°7, el nivel actual de la TPM supera el 4% que el mercado esperaba según las tasas swaps en torno a la reunión de enero del año pasado. Sin embargo, lo que sí coincide es que en ese entonces se proyectaba que en 2025 no habría más recortes y la tasa se mantendría estable, al igual que en las expectativas actuales. La gran diferencia es que ahora se espera que la tasa se mantenga en un nivel un punto porcentual más alto.

En definitiva, en 2025 se proyecta una pausa en los recortes, lo que reflejaría el fin del ciclo de relajación monetaria y la consolidación de una nueva tasa neutral del 5%.

**MERCADO DE CAPITALES**



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

Nota: Las líneas punteadas representan las expectativas del mercado sobre la trayectoria de la TPM, de acuerdo con las tasas swaps.



CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2025  
ENERO

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

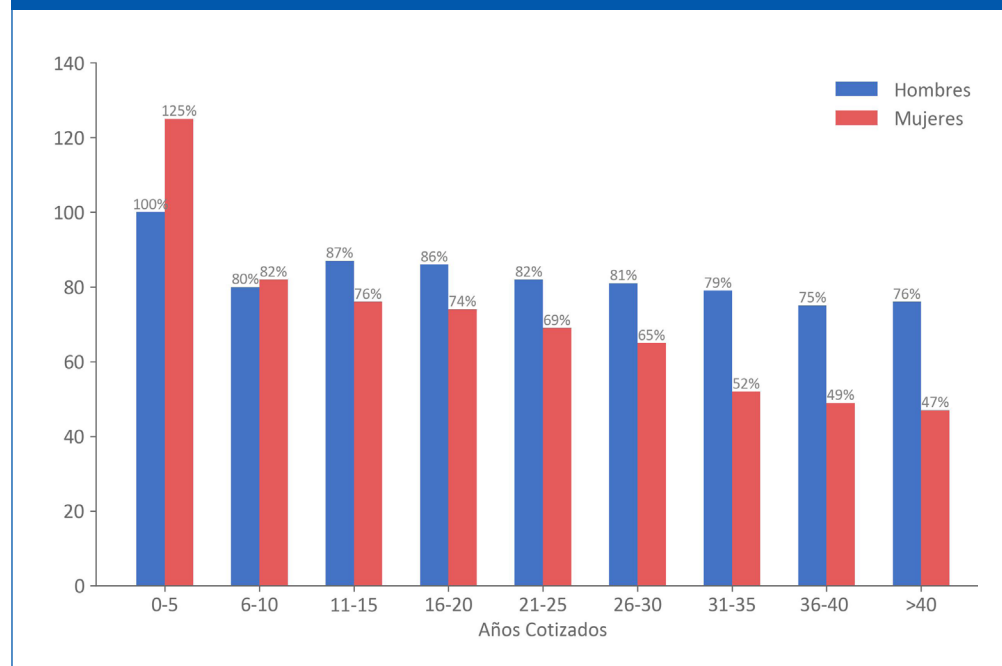
# MERCADO LABORAL Y PENSIONES

## LO BUENO Y LO COMPLEJO DEL ACUERDO DE PENSIONES

Finalmente, se aprobó la idea de legislar la reforma previsional luego de que el Ejecutivo presentara un amplio conjunto de indicaciones previamente acordadas entre el oficialismo y parte de la oposición, representada por Chile Vamos. Posteriormente, las comisiones de Trabajo y Hacienda del Senado dieron su aprobación, introduciendo algunas modificaciones. Luego, fue aprobada por la sala del Senado y la Cámara de Diputadas y Diputados, alcanzando así la última etapa antes de convertirse en ley.

Lo primero y más destacable es el hecho de que se haya logrado un acuerdo, luego de una década de desencuentros en esta materia, y más de quince años en que existe consenso sobre la necesidad de subir la tasa de cotización. Es efectivo que luego del establecimiento de la PGU, a fines de 2021, la situación de las pensiones mejoró en forma significativa, y de hecho, las tasas de reemplazo para la gran mayoría de los jubilados son superiores a las que la OIT considera razonables (ver Gráfico N° 1). Sin embargo, no es un buen sistema de pensiones uno en que el pilar solidario es el principal, porque se acerca a un sistema de reparto, que sabemos es inviable desde la perspectiva demográfica. De hecho, en 2024, el pilar solidario previsional financió pensiones por cerca de US\$ 6.900 millones, frente a pensiones pagadas por el Pilar Contributivo en torno a US\$ 4.900 millones. La necesidad de reforzar este último resulta evidente.

GRÁFICO N° 1: TASAS DE REEMPLAZO POR AÑOS COTIZADOS Y SEXO



Fuente: PIVOTES a través de la base de datos "Estudio sobre tasas de reemplazo" de la Superintendencia de Pensiones

## LO BUENO Y LO COMPLEJO DEL ACUERDO DE PENSIONES

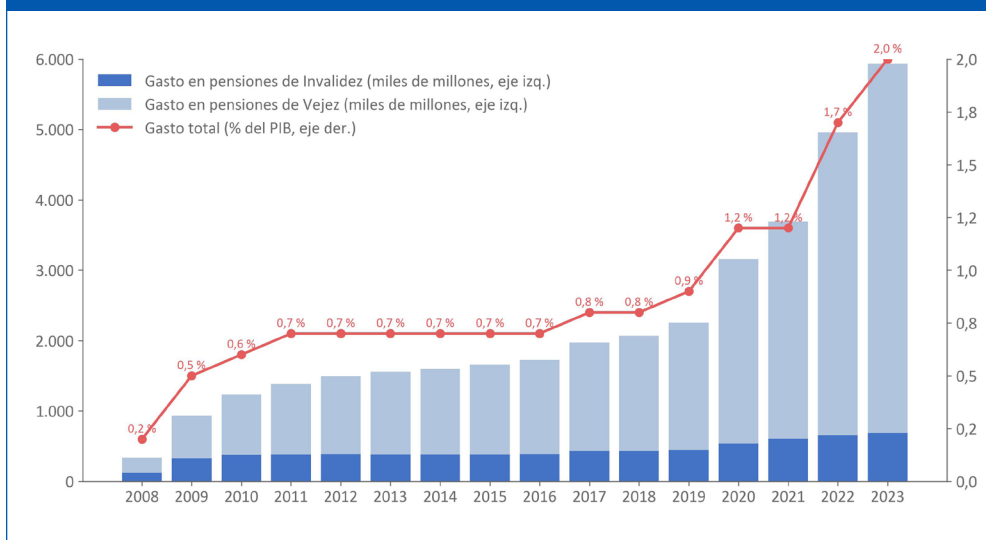
Un segundo punto que destacar es que este acuerdo genera un mejor sistema que el que habría resultado de las propuestas rechazadas de Bachelet II y Piñera II, porque refuerza en mayor medida el pilar de ahorro individual, lo que no sólo es favorable en lograr mejores pensiones a mediano plazo, sino también porque contribuye en mayor magnitud a fortalecer el mercado de capitales, muy dañado luego de los nefastos retiros de fondos de pensiones. Son 4,5 puntos de cotización que se destinan a cuentas individuales directamente, más el 1,5 de aporte reembolsable, sobre el que existe un derecho de propiedad que parece bien establecido, aunque susceptible de mejoras.

También resultan favorables aspectos que se habían acordado previamente, como el seguro de lagunas previsionales y el cambio de la política de inversiones hacia fondos generacionales. Desde el punto de vista político también se aplaude el aumento de la PGU, a pesar de que existen serios reparos técnicos a esta mejoría, por el costo fiscal que genera y también por los incentivos a la informalidad que provienen de mejores beneficios no contributivos. La pregunta entonces es la siguiente: si esta reforma no se llega a aprobar, ¿podrá un futuro gobierno de la centro-derecha desligarse de la promesa de subir pensiones actuales? Es difícil, pero ese es el problema de fondo, porque la mejoría de pensiones actuales tiene sólo dos vías de financiamiento, ambas con problemas. Se puede financiar con gasto fiscal, pero tenemos una situación deficitaria preocupante, que se mantendría hacia adelante. Por otra parte, si se financia con cotizaciones, se dañan los incentivos a cotizar, generándose también problemas de sostenibilidad de los beneficios.

El acuerdo plantea entonces una solución intermedia, estableciendo en primer lugar un beneficio contributivo transitorio por 30 años, que se entrega a mujeres que han cotizado al menos 13 años y a hombres con una densidad de cotizaciones de 20 años, de 0,1 UF por año cotizado, con un tope de 25 años. Esto se financiaría con 1,5 puntos de cotización, pero no en la forma de reparto, sino a través de lo que se llama un "Aporte Diferido con Rentabilidad Protegida", con una garantía del Estado. Esto no equivale entonces a una compra de instrumentos de deuda pública por parte de los fondos de pensiones, que sería financiar la garantía simplemente con emisión de deuda por parte del Estado, lo que podría generar un deterioro del riesgo país. Sin embargo, surge desde el punto de vista del acreedor (el cotizante) la duda sobre la certeza del pago futuro de su aporte. Las indicaciones acordadas establecen una institucionalidad que parece apropiada, pero que podría ser perfeccionada, para dar mayor certidumbre del pago.

A pesar de lo anterior, uno de los aspectos más complejos del acuerdo es su elevado costo fiscal, que en régimen representaría aproximadamente un 1,7% anual del PIB. A modo de comparación, como muestra el Gráfico N°2, el establecimiento de la PGU tuvo un costo anual en torno a 0,9% del PIB. ¿Está la situación fiscal chilena en condiciones de absorber ese costo? Lo cierto es que, si la economía sigue creciendo a un 2% por año, este costo es inabordable, lo que genera dudas sobre la devolución de los aportes. De hecho, con esa tasa de crecimiento del PIB, incluso el pago de la PGU genera riesgo, dado que en los próximos 25 años el número de personas mayores de 65 crece a una tasa de 3% por año, por lo que los beneficiarios crecerán a un ritmo mayor que el del PIB.

GRÁFICO N° 2: GASTO FISCAL DEL PILAR SOLIDARIO



Fuente: Informe Estadístico Consejo Consultivo Previsional.

Tampoco parece buena idea subir los impuestos, en un contexto de estancamiento económico, cuando además parte de la caída del crecimiento de tendencia en la última década se explica por la reforma tributaria de 2014. Entonces, la sostenibilidad de esta reforma requiere políticas que fomenten el crecimiento y/o una racionalización del gasto fiscal que le dé espacio de financiamiento.

Otro aspecto que genera preocupación es la gradualidad del aumento de la cotización y el destino de dichos incrementos. La Tabla N°1, basada en el articulado recientemente aprobado por la Comisión de Hacienda, el cual incorpora modificaciones respecto de la propuesta inicial<sup>1</sup>, muestra que, si bien los aportes a las cuentas de capitalización se inician en el primer año de la reforma con un 1% de cotización adicional, solo un 0,1% se destina a ahorro. Esto equivale a aproximadamente US\$ 100 millones, una cifra que aporta muy poco al fortalecimiento del mercado de capitales. En el tercer año, el porcentaje aumenta a 0,25, aún un nivel bajo, y recién en el cuarto año alcanza un valor algo más significativo del 1%, para luego aumentar más rápidamente hasta llegar al 4,5% en el noveno año. Adicionalmente, si al cabo de tres años de vigencia de la ley se constata una recaudación inferior a la anticipada, la gradualidad de 9 años se ampliaría a 11 años, prolongando todavía más la consolidación del ahorro. Así, estas transiciones todavía van en contra de la necesidad de fortalecer el ahorro nacional y el mercado de capitales. Sería preferible que, desde el primer año, al menos la mitad del porcentaje de cotización adicional se destine a ahorro y no exclusivamente a financiar pensiones actuales.

Por otra parte, la gradualidad de 9 años para subir 7 puntos de cotización es muy distinta en un contexto de dinamismo del mercado laboral que frente a un entorno de casi estancamiento, como el actual. Nuevamente, el crecimiento económico aparece como un aspecto fundamental para evitar efectos colaterales negativos de esta reforma. Existe

<sup>1</sup> Inicialmente, durante el primer y segundo año, el aporte a la cuenta individual era nulo; en el tercer año se entregaba una parte de capitalización individual (0,25%), aumentando gradualmente a 1% en el cuarto año, 1,7% en el quinto, 2,4% en el sexto, 3,1% en el séptimo, 3,8% en el octavo y, finalmente, 4,5% en el noveno año.



entonces una preocupación legítima sobre el efecto de estos mayores costos laborales en la informalidad y en el empleo. Una alternativa sería vincular de algún modo lo que está ocurriendo con la tasa de informalidad y el aumento de la cotización, lo que haría necesario una moderación de los beneficios que se entregan, o de otra forma, mayor aporte fiscal.

TABLA N° 1: TRANSICIÓN DE LA TASA DE COTIZACIÓN ADICIONAL									
	Año 1 (Mes 5)	Año 2 (Mes 17)	Año 3 (Mes 30)	Año 4 (Mes 42)	Año 5 (Mes 54)	Año 6 (Mes 66)	Año 7 (Mes 78)	Año 8 (Mes 90)	Año 9 (Mes 102)
Compensación expectativa de vida + SIS	0,90%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Fondo Autónomo de Protección Previsional	0,00%	0,90%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Capitalización individual	0,10%	0,10%	0,25%	1,00%	1,70%	2,40%	3,10%	3,80%	4,50%
<b>Cotización adicional total</b>	<b>1,00%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,75%</b>	<b>3,50%</b>	<b>4,20%</b>	<b>4,90%</b>	<b>5,60%</b>	<b>6,30%</b>	<b>7,00%</b>

Fuente: Informe Comisión de Hacienda.

Nota: Considera solamente la tasa de cotización adicional, por cuanto la cotización al SIS, calculada como un 1,5% ya se parte de las cotizaciones vigentes con carga al empleador.

Otro punto cuestionable es la propuesta, que no se detalla en las indicaciones, sobre los cambios que se harán al seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS). Este seguro no está operando como debería actualmente, y requiere un rediseño, que básicamente consiste en hacerlo equivalente a cómo funciona la invalidez bajo la Ley de Accidentes del Trabajo. En las indicaciones se propone que pasa al control estatal, pero sin conocerse aún las reglas que determinarán su funcionamiento futuro. El costo actual del SIS<sup>2</sup>, de cargo de los empleadores, es de 1,38 puntos de cotización. Las indicaciones plantean que se destinarán 2,5 puntos de cargo del empleador para financiar el SIS y el beneficio para las mujeres de mayor expectativa de vida. Sin embargo, las estimaciones apuntan a que este beneficio tiene un costo de 0,5 puntos, por lo que la cotización para ambos beneficios sería mayor a lo necesario, lo que no parece razonable considerando los efectos de esta mayor cotización en el mercado laboral. Sería preferible en este caso sería dar a conocer primero cómo va a operar este seguro, antes de establecer el costo.

Por último, una propuesta para enfrentar el déficit de competencia que presenta la industria previsional, atribuido a la inercia de los afiliados ante las diferencias en las comisiones -que analizaremos en detalle en el tema de análisis- es la licitación del 10% del stock de afiliados antiguos cada dos años. El problema de esta medida es que aumenta los costos y fricciones de los activos más ilíquidos, es decir, los alternativos y derivados, lo que generaría que los fondos de pensiones tengan menos incentivos a aumentar la inversión en dichos activos, afectando la rentabilidad de los fondos.

En definitiva, el acuerdo tiene varios aspectos positivos y otros que se podrían revisar para mejorarlo. Pero la conclusión más importante apunta a la dificultad de mejorar pensiones en un contexto de estancamiento económico y debilidad fiscal. Esta reforma no tendría problemas frente a tasas de crecimiento de 4%, que no sólo permiten enfrentar mayores costos laborales, sino también generan recursos fiscales adicionales.

<sup>2</sup> Varía trimestralmente en función de la siniestralidad, y ha llegado a costar 1,8 puntos de cotización.



CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2024  
ENERO

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# TEMA DE ANÁLISIS

---

¿EXISTE INERCIA EN LA INDUSTRIA  
PREVISIONAL? RELACIÓN ENTRE  
LOS TRASPASOS DE AFILIADOS Y  
LAS COMISIONES ENTRE AFPS

# ¿EXISTE INERCIA EN LA INDUSTRIA PREVISIONAL? RELACIÓN ENTRE LOS TRASPASOS DE AFILIADOS Y LAS COMISIONES ENTRE AFPS

María José Castro

Una de las indicaciones del proyecto de ley de reforma de pensiones, que ya superó todas las etapas y está próxima a convertirse en ley, es la licitación de los stocks de afiliados antiguos. Esta medida, promovida también por el economista y Senior Fellow de la UAI, Salvador Valdés,<sup>1</sup> se justifica principalmente como una forma de abordar el déficit de competencia que exhibe la industria previsional, una problemática atribuida al alto grado de inercia de los afiliados frente a los cobros de comisiones. En este contexto, evaluamos el nivel de competencia de la industria previsional utilizando las medidas más comúnmente empleadas por la literatura para determinar si el sector efectivamente refleja bajos niveles de competencia. Para ello, consideramos tanto medidas de concentración como una medida de elasticidad que refleje la posible inercia de los afiliados.

## ¿QUÉ FACTORES PERMITEN LA COMPETENCIA EN UNA INDUSTRIA Y CÓMO SE PUEDE MEDIR?

La teoría económica estándar señala que la competencia es un resultado de equilibrio estático en el que las empresas no pueden fijar precios excesivos de manera persistente ni obtener beneficios anormales. Para alcanzar tal situación competitiva, deben cumplirse varios criterios que Cournot (1938)<sup>2</sup> agrupa en tres: la existencia de un número considerable de rivales, un conocimiento común de las oportunidades de mercado entre los participantes, y la libre entrada y salida de las firmas. Bajo estas condiciones, el exceso de precio sobre los costos disminuye a medida que aumenta el número de productores, siempre que los consumidores dispongan de información perfecta para determinar con exactitud qué empresa ofrece el mejor valor, lo que supone una alta elasticidad-precio de la demanda.

Basándose en esta definición de competencia estática, se desarrolló posteriormente el paradigma "Structure-Conduct-Performance" (SCP)<sup>3</sup>, cuyo objetivo es explicar la conducta y el desempeño de las empresas a partir de las características estructurales de los mercados en los que operan, tales como el número de firmas y su tamaño absoluto y relativo, entre otros. La idea clave del paradigma SCP es que la estructura del mercado influye en el comportamiento de las firmas; en consecuencia, cuanto más concentrado esté un sector, más fácil resulta para las empresas actuar de manera anticompetitiva. En este sentido, una de las formas más tradicionales de medir el nivel de competencia en un mercado consiste en emplear medidas estructurales como el índice Herfindahl-Hirschman (HHI) y el índice de concentración (CR), que se aplicarán aquí. En específico analizaremos:

1. Índice Herfindahl-Hirschman (HHI): Este indicador mide el grado de concentración del mercado sumando los cuadrados de las participaciones porcentuales de mercado de todas las empresas en la industria. Su valor varía entre 0 y 10.000, donde 0 representa un mercado con un número infinito de empresas de igual tamaño y 10.000 un mercado completamente monopólico. Así, mientras más se acerque a 10.000, mayor será la concentración de la industria. Una gran ventaja de este índice es que aumenta tanto a

<sup>1</sup> Para más detalles, ver la sección de análisis del Informe Julio 2024 en [CEF - Análisis Informe Macrofinanciero, julio 2024](#).

<sup>2</sup> Antoine-Augustin Cournot (1938), "Recherches sur le Principes Mathématiques de la Théorie des Richesses".

<sup>3</sup> Edward Sagendorph Mason (1939), "Price and Production Policies of Large-scale Enterprise", The American Economic Review.

medida que disminuye el número de empresas en el mercado, como también a medida que aumentan la disparidad en el tamaño de las empresas<sup>4</sup>. Las autoridades generalmente consideran que un HHI superior a 1.500 e inferior a 2.500 es un mercado moderadamente concentrado, y los mercados que superan los 2.500 puntos son considerados altamente concentrados.

2. Razón de Concentración de las tres principales empresas (CR3): Representa el porcentaje controlado por las tres firmas más grandes en el mercado. A diferencia del HHI, el CR3 es ideal para mercados donde unas pocas empresas concentran la mayoría de la participación, ya que no se ve afectado por la presencia de muchas empresas pequeñas con cuotas marginales. Según estándares tradicionales, un CR3 entre 50% y 70% representan un mercado moderadamente concentrado, mientras que sobre 70%, ya es una industria altamente concentrada.

Sin embargo, estas medidas de concentración presentan diversos inconvenientes. Uno de ellos es que un comportamiento más competitivo por parte de las empresas tiende a expulsar a las firmas ineficientes del mercado (efecto de selección), lo que puede hacer que cualquier cambio en la concentración refleje diferencias de eficiencia más que una disminución en la intensidad competitiva<sup>5</sup>. Esto demuestra que un aumento en la concentración no puede interpretarse por sí solo como un indicio de menor competencia. Además, podría darse el caso de que el mercado esté distribuido de manera relativamente equitativa, pero los consumidores no cuentan con la información adecuada, lo que permitiría precios excesivos pese a la apariencia de equilibrio.

Con sus importantes limitaciones, estas medidas de concentración siguen utilizándose ampliamente. Es fundamental reconocer que la concentración y la competencia no siempre guardan una relación directa ni evidente.

De esta forma, para disponer de una métrica del nivel de competencia en la industria distinta a las medidas estructurales y, al mismo tiempo, analizar el grado de inercia de los afiliados, estimamos la elasticidad precio de la demanda en función de la entrada de afiliados antiguos entre distintas AFP y las comisiones que estas entidades ofrecen. Las elasticidades son un elemento clave para determinar el grado de poder de mercado que las empresas pueden ejercer y, en consecuencia, para inferir la probabilidad de alta o baja competencia en un mercado. En contextos donde la elasticidad-precio de la demanda es muy negativa —es decir, la demanda es muy inelástica—, las firmas pueden aumentar sus precios sin perder demasiados clientes, lo que indica un menor nivel de competencia; por el contrario, cuando la demanda es elástica, incluso un leve aumento de precios provoca una caída significativa en la cantidad demandada, obligando a las empresas a mantener precios cercanos a sus costos y reflejando así una mayor intensidad competitiva.

<sup>4</sup> Matemáticamente la fórmula es:

$$HHI = \sum_{s=1}^N S_i^2$$

Donde  $S_i$  señala la participación porcentual de la empresa  $i$ , y  $N$  el total de empresas. Esta fórmula también puede descomponerse como:

$$HHI = \frac{1}{N} + N \times \text{Varianza}(S_i)$$

<sup>5</sup> Harold Demsetz (1973), "Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy", *Journal of Law and Economics*.

<sup>6</sup> Dennis W. Carlton y Jeffrey M. Perloff, "Modern Industrial Organization".

En definitiva, no solo resulta relevante analizar la distribución de participaciones en la industria previsional y la cantidad relativa de cambios respecto al tamaño del mercado, sino también identificar la dirección de dichos movimientos. Es decir, es importante determinar las razones que impulsan las entradas de afiliados antiguos en cada AFP: ¿están fuertemente influenciados por la oferta de menores comisiones? Si la respuesta es afirmativa, un bajo poder de mercado sugeriría la existencia de un nivel alto de competencia; en caso contrario, no se podría asegurar un nivel adecuado de competencia. Este interrogante es precisamente el que intentaremos abordar en la presente sección de análisis.

## RESULTADOS INDUSTRIA PREVISIONAL

### Indicadores tradicionales de competencia

Como se señaló anteriormente, los indicadores tradicionales de competencia se centran en el análisis de la estructura del mercado. En este estudio, examinamos HHI y CR3, donde niveles altos indican una concentración en pocas firmas, lo que implica menor competencia, y viceversa. En particular, estimamos HHI y CR3 en tres casos. Primero, según el número de afiliados de cada AFP, es decir, aquellas personas que poseen una cuenta individual de cotizaciones obligatorias y/o voluntarias, y que no se han pensionado ni han fallecido. Segundo, en función de los cotizantes, es decir, afiliados que han registrado al menos un pago de cotización. Finalmente, en tercer lugar, según los activos administrados por cada AFP en los fondos de pensiones.

Entre 1990 y 1997, el grado de concentración de la industria previsional era relativamente bajo. Como muestra el Gráfico N°1, durante esos años, el índice HHI, calculado según el número de afiliados o cotizantes de las AFPs, se mantuvo levemente por encima de los 1.500, mientras que el índice HHI basado en el total de activos gestionados por las AFPs permaneció por debajo de este umbral, correspondiente al rango de baja concentración de mercado. Sin embargo, los cambios normativos introducidos por la autoridad reguladora en 1997, especialmente relacionados con los agentes de venta —como la implementación de requisitos más estrictos para su contratación—, provocaron una drástica reducción en el número de vendedores, acompañada de un aumento significativo en la concentración de mercado. Los índices HHI crecieron de manera sostenida desde 1998 hasta 2009, superando los 2.500 en los casos de afiliados y cotizantes, con máximos de 2.898 y 2.833 respectivamente en 2008, mientras que el índice basado en activos alcanzó 2.424 ese mismo año.

A partir de la implementación de la licitación de nuevos afiliados en 2010, que obliga a todos los nuevos afiliados a ingresar a la AFP ganadora (la que ofrece la comisión más baja) y permanecer en ella durante 24 meses, los índices HHI, particularmente aquellos calculados en función del número de afiliados y cotizantes, han mostrado una clara tendencia a la baja que se ha mantenido hasta la actualidad. Este avance es positivo, ya que en 2024 los índices HHI de afiliados y cotizantes alcanzaron su nivel más bajo desde la fase 1990-1997, aunque aún permanecen dentro del rango de concentración moderada. Por otro lado, el índice HHI basado en activos continúa por encima de los valores registrados durante la última década de los 90 y también permanece en el segmento de concentración moderada.

Durante los años noventa, la participación de las tres AFP más grandes (CR3) se encontraba en un rango de concentración moderada. En diciembre de 1997, esta participación correspondía al 69% en términos de afiliados, 67% en cotizantes y 56% en activos. Sin embargo, en 1998, estas participaciones aumentaron de manera significativa, alcanzando el rango de alta

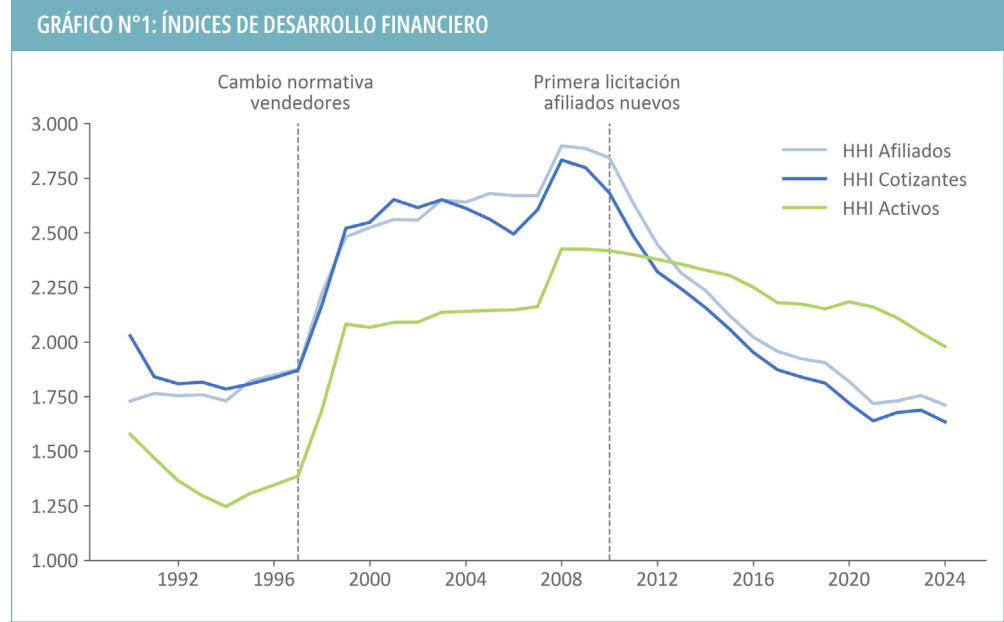
concentración, con incrementos adicionales que llegaron a máximos a finales de 2008: 88% en afiliados, 87% en cotizantes y 78% en activos. Tras la implementación de la licitación de nuevos afiliados, las cifras comenzaron a descender gradualmente, regresando al rango de concentración moderada. Específicamente, en noviembre de 2024, las tres principales AFP representan el 61% del total de afiliados, 60% del total de cotizantes y 69% del total de activos.

Un aspecto importante a destacar es la relación negativa entre la concentración del mercado y el número total de AFPs. La línea verde del Gráfico N°3, denominada CR3 Mercado Simétrico, ilustra esta relación, ya que representa la participación teórica que deberían tener las tres mayores AFPs si el mercado fuera completamente simétrico. Esto implica que, a medida que disminuye el número de AFPs, mayor será la participación requerida para alcanzar dicha simetría, dado que la fórmula es:  $\frac{1}{N} \times 3 \times 100$ .

Durante el tramo 1990-1997, el número de AFPs era elevado, alcanzando un máximo de 21 administradoras en 1994. Esto resultaba en una cuota teórica relativamente baja de aproximadamente 14% para las tres AFPs más grandes, necesaria para que el mercado fuese completamente simétrico. Entre 1998 y 2009, el número de administradoras disminuyó drásticamente debido a diversas fusiones, reduciéndose a un mínimo de 5, lo que provocó un aumento significativo en la participación teórica requerida para lograr la simetría, estimada en aproximadamente 60%. Finalmente, entre 2010 y 2024, el total de administradoras volvió a aumentar, primero con la incorporación de Modelo en agosto del 2010 y luego con Uno en octubre del 2019, estableciéndose en las 7 AFPs actuales. En este escenario, las tres mayores deberían registrar una participación cercana al 43% para alcanzar la simetría teórica..

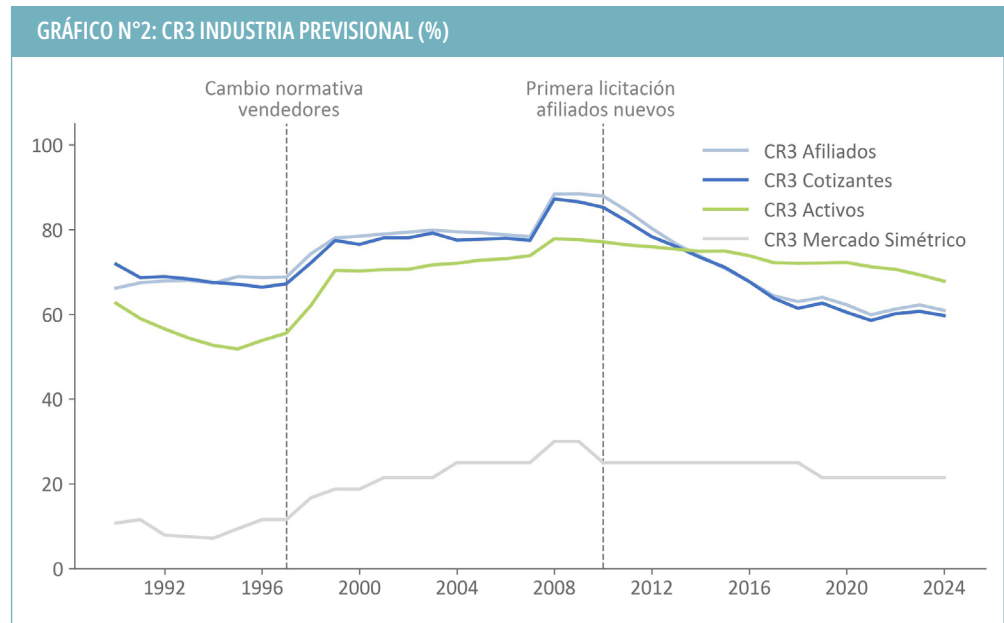
De esta forma, **según los indicadores de concentración de mercado, se pueden identificar tres fases entre 1990 y 2024**. La primera, entre **1990 y 1997**, corresponde a una etapa que podría denominarse **fase competitiva**, la cual concluyó con los cambios normativos relacionados con los vendedores. Posteriormente, se inició una **fase de baja competencia** que se extendió entre **1998 y 2010**. Finalmente, desde la primera licitación de nuevos afiliados realizada en 2010 hasta la actualidad, nos encontramos en una **fase post-licitación** caracterizada por una **competencia moderada**, que recientemente ha mostrado niveles más competitivos.

Considerando los indicadores de concentración disponibles, se puede afirmar que persisten desafíos respecto al nivel de competencia en la industria previsional. Aunque no reflejan las peores condiciones posibles, evidencian que aún hay un amplio margen de mejora para lograr una distribución más equitativa en la industria, lo que contribuiría a mejorar los precios.



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a diciembre de cada año, excepto 2024, que es de noviembre.



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a diciembre de cada año, excepto 2024, que es de noviembre.

Otra forma de evaluar el nivel de competencia distinta a los índices de concentración, como se mencionó al principio, es analizar cómo las variaciones en el precio afectan la demanda. Esto cobra importancia porque, aunque dichos índices de concentración puedan señalar una mayor simetría en el mercado, no aseguran que las personas realmente respondan cambiándose hacia las AFPs con comisiones más bajas. Por el contrario, podría tratarse de una mayor atracción ejercida por parte de los vendedores, como probablemente sucedió en la fase competitiva.

Si la elasticidad precio-demanda es negativa, se establecería una condición clave: las AFP tendrían bajo poder de mercado, lo que probablemente implicaría una competencia orientada hacia precios más bajos. En este contexto, la siguiente sección analizará los movimientos de afiliados entre las AFP y evaluará si estos cambios responden efectivamente a la reducción de comisiones u obedecen a otros factores.

### TRASPASOS DE AFILIADOS ANTIGUOS ENTRE AFPS Y SUS RAZONES

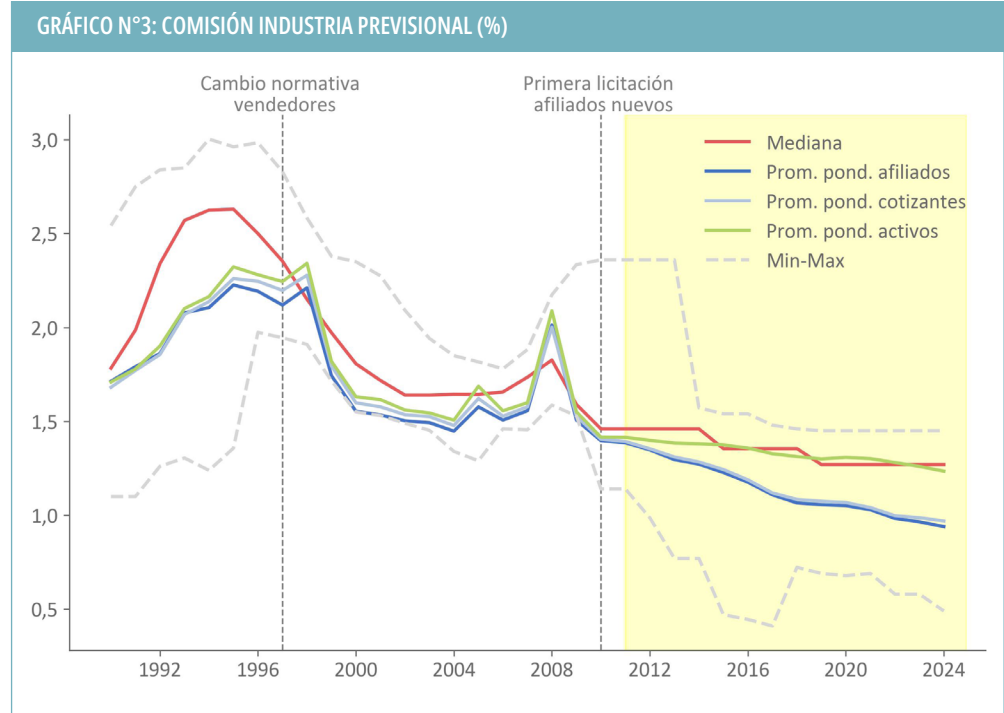
Comenzaremos evaluando la evolución de las comisiones como porcentaje del sueldo imponible cobradas por las AFPs, posibles determinantes de los traspasos entre ellas. Estas comisiones corresponden principalmente al cobro por la administración de activos, pero también incluyen costos asociados a la asesoría tanto en el proceso de jubilación como en la etapa de acumulación e inversión de los fondos, entre otros.

Dado que, antes de septiembre de 2008, la comisión incluía, además del componente porcentual del salario, una comisión fija medida en pesos<sup>7</sup>, la comparación con periodos previos no es completamente precisa. Por esta razón, no podemos asegurar con certeza qué ocurrió con la comisión total durante la fase competitiva ni durante toda la fase de baja competencia. Lo que sí podemos afirmar es que, desde 2009, se observa inicialmente una tendencia general descendente en las comisiones, y luego un estancamiento que las mantiene en niveles más bajos. De hecho, las comisiones actuales son menores que en cualquier periodo anterior, ya que, como se mencionó, antes de 2009 habría que añadir una posible comisión fija, lo que incrementaría aún más el costo total, que ya era superior al actual.

De esta forma, la mediana en 2009 se ubicaba en 1,59%, mientras que en 2019 era de 1,27%, nivel que se ha mantenido desde entonces. Algo similar ocurre con los promedios ponderados por la participación de afiliados, cotizantes o activos administrados de las AFPs. Además, la variabilidad en los niveles de comisiones sigue siendo elevada. En 2024, la comisión de la AFP con el mayor cobro era 1,45%, mientras que la de la AFP con el menor cobro se situó en 0,49%, lo que representa una diferencia cercana a un punto porcentual. Esta brecha ha sido consistente a lo largo de casi todos los años anteriores (ver Gráfico N°3).

<sup>7</sup> Hasta septiembre de 2008, Habitat y PlanVital mantenían una comisión fija no nula, la cual también fue cobrada por Provida hasta abril de 2006 y por Cuprum hasta marzo de 1990. Adicionalmente, hasta julio de 2009, las comisiones incluían el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), cuyo valor podía variar según cada AFP; no obstante, hemos ajustado los datos para excluir dicho componente.





Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los estadísticos se calcularon considerando las comisiones promedio anuales de las AFP existentes en cada año.

**A partir de ahora**, el análisis se centrará en un periodo más acotado, específicamente en los últimos 14 años, comprendidos entre el **2011 y 2024**, como se **muestra destacado en amarillo en el gráfico anterior de comisiones**. La elección de este lapso se debe a diversas razones. En primer lugar, podemos considerar a la AFP Modelo en todo el estudio, ya que esta comenzó sus operaciones en agosto de 2010. En segundo lugar, se conoce la comisión total de las AFPs, medida exclusivamente como porcentaje del sueldo, dado que, como se mencionó, en 2008 se eliminó la comisión fija. En tercer lugar, esta selección facilita las estimaciones, ya que durante este tiempo no se produjo ninguna fusión<sup>8</sup>. Finalmente, para este periodo, contamos con información completa sobre el número total de traspasos dentro del sistema y su destino, es decir, hacia qué AFP se dirigen.

Adicionalmente, cabe destacar dos aspectos importantes: 1) Los traspasos analizados corresponden exclusivamente a movimientos de afiliados ya existentes, dado que los nuevos deben incorporarse a la AFP que ganó la licitación, como se explicó previamente. 2) Nos enfocamos en las entradas que recibe cada AFP por “traspasos de cuentas individuales de cotización obligatoria”, y no en las salidas, ya que estas no forman parte de la demanda directa del servicio<sup>9</sup>.

**De este modo, a partir de ahora, cuando nos refiramos a los traspasos de una AFP, estaremos hablando de las entradas de afiliados antiguos, por lo que, en este contexto, los términos "traspasos" y "entradas" serán considerados sinónimos.**

<sup>8</sup> La última fusión ocurrió en abril de 2008, cuando la fusión de Bansantander y Santa María dio lugar a la creación de la AFP Capital.

<sup>9</sup> De todas formas, estimamos la relación entre las entradas netas —calculadas como la diferencia entre entradas y salidas— y la comisión. Los resultados no muestran diferencias significativas con los obtenidos al considerar únicamente las entradas absolutas. El detalle de estos resultados se explicará más adelante en una nota al pie.

Algunos sostienen que existe inercia en la industria previsional, mientras que sus detractores argumentan que el número significativo de traspasos de afiliados entre AFP indica lo contrario. Durante 2023, por ejemplo, se realizaron 375.002 traspasos, equivalentes al 3,2% del total de afiliados, mientras que hasta noviembre del 2024 se había hecho 438.818 cambios, lo que al anualizarlo representa un 3,7% del total de afiliados de ese mes. Como se aprecia en el Gráfico N°4, esta proporción se ha mantenido relativamente constante en los últimos 14 años, con una caída durante los períodos de pandemia, fluctuando entre un 3% y un 6%. Por otro lado, si se compara con el total de cotizantes, el valor de los traspasos representa una proporción mayor, alcanzando aproximadamente un 7,0% según los datos de noviembre de 2024, cifra que en la última década ha oscilado entre un 5% y un 10%.

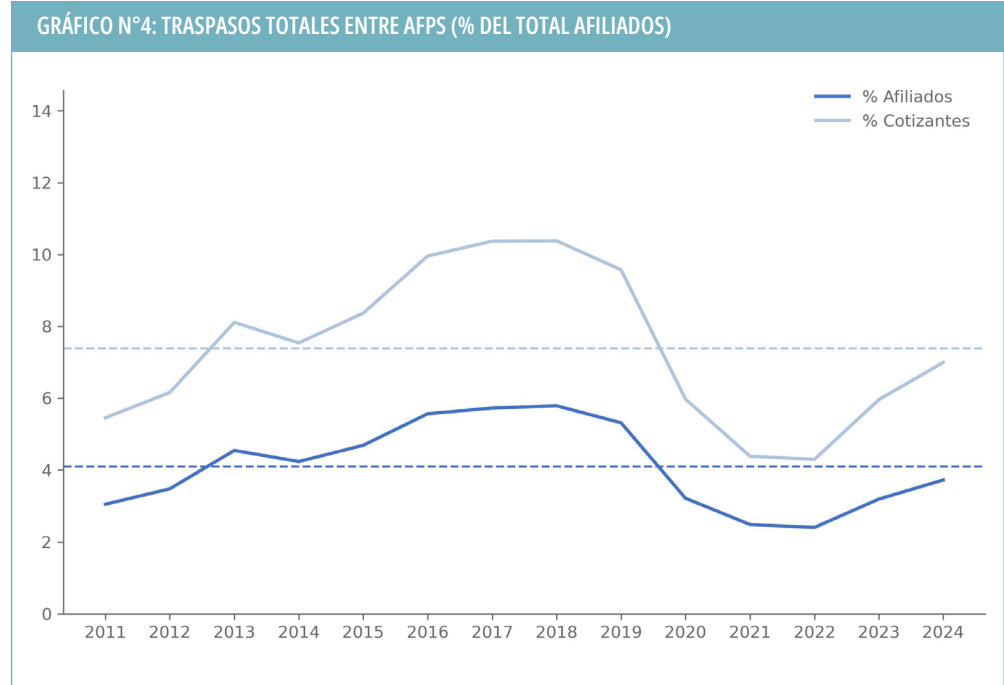
Al analizar la distribución de los traspasos entre las AFPs a lo largo del lapso estudiado, se observan principalmente diferencias entre las administradoras, más que variaciones significativas a lo largo de los años. En este contexto, destacan las entradas a ProVida, que registra cifras considerablemente más altas en comparación con las demás durante casi todos los años, mientras que PlanVital presenta una participación baja en el total de entradas anuales de manera casi constante (ver Gráfico N°5).

De este modo, la pregunta clave es si los traspasos entre AFPs responden a razones de competencia, como optar por aquellas que ofrecen menores precios (comisiones) o si responden a otros factores como rentabilidad o gasto en marketing. La variabilidad previamente señalada en las comisiones cobradas por las distintas AFPs, junto con las diferencias en las entradas de afiliados entre ellas, permite analizar si este fenómeno se presenta.

Para ello, estimamos la relación entre las entradas y la comisión de cada AFP en dos intervalos de tiempo comprendidos entre 2011 y 2024, los cuales se traslapan pero difieren en la cantidad de AFPs operativas. El primer intervalo abarca los años **2011-2024**, periodo en el que operan 6 AFPs. El segundo corresponde al periodo **2020-2024**, que incluye a AFP Uno, la cual comenzó a operar a finales de 2019, sumando un total de 7 AFPs. Ambos intervalos se ubican después de la licitación de afiliados nuevos y, según los indicadores de concentración, corresponden a la fase de competencia moderada.

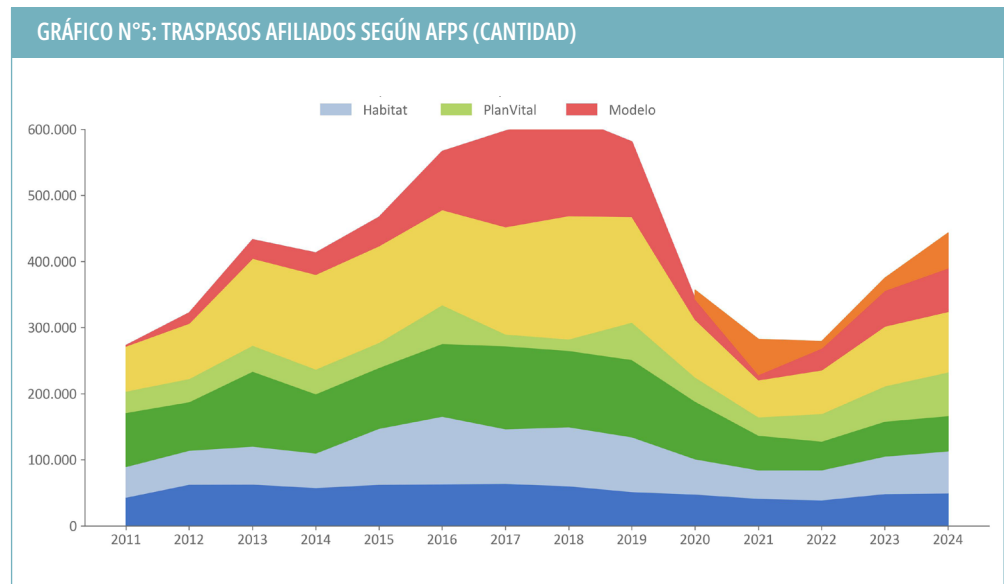
Resulta importante destacar que, en cada uno de los análisis de lapsos de tiempo, cada AFP está representada por un único punto, que corresponde a su promedio de traspasos y comisión calculado para el lapso respectivo.

TEMA DE ANÁLISIS



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a la suma anual de traspasos divididos por el total de afiliados o cotizantes en diciembre. Para 2024, los traspasos están anualizados hasta noviembre y divididos por los afiliados o cotizantes de ese mes.



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a la suma anual de entradas de cada AFP, excepto en el caso de 2024, donde los datos están anualizados hasta noviembre.

Como muestra el Panel A del Gráfico N°6, entre los años 2011 y 2024 se observa una asociación predominantemente positiva entre las comisiones promedio y el número de entradas que recibe una AFP. Durante este periodo, ProVida y Capital se encuentran entre las AFPs con las comisiones más altas en comparación con el resto<sup>10</sup>, y, a su vez, registran una elevada cantidad de entradas en términos relativos. Por el contrario, PlanVital y Modelo presentan las comisiones más bajas y las menores cantidades de ingresos promedio en los años analizados. No obstante, Cuprum y Habitat presentan una relación algo opuesta: Cuprum mantiene una comisión alta en comparación con las demás AFPs, pero registra un bajo número de traspasos, mientras que Habitat, con una comisión relativamente baja, alcanza un alto nivel de traspasos. En consecuencia, la correlación en este periodo es positiva, con un valor de 0,44. Esto sugiere que, en términos generales, las entradas de afiliados durante estos años tienden a ser mayores en las AFPs con comisiones más altas, lo que resulta sorprendente, pues uno esperaría lo contrario.

El segundo intervalo analizado, que abarca los últimos cinco años e incluye la incorporación de la AFP Uno, muestra nuevamente una relación positiva, incluso mucho más fuerte, entre las comisiones y los traspasos. Como se observa en el Panel C, ProVida, Habitat, Capital y Cuprum se encuentran en el Cuadrante I, que agrupa a las AFPs con mayores ingresos de afiliados y comisiones más altas, mientras que Uno, Modelo y PlanVital están ubicadas en el Cuadrante III, caracterizado por las 3 AFPs con menores ingresos y comisiones. De esta forma, la correlación entre comisiones y traspasos es de 0,77. Este resultado también vuelve a sorprender, ya que sugiere de manera aún más clara que las personas **están eligiendo cambiarse a administradoras que cobran comisiones más altas**<sup>11</sup>.

Si en lugar de correlaciones estimamos elasticidades para cada período, con el objetivo de determinar la magnitud del impacto y no solo su dirección, encontramos que, como era de esperarse, las elasticidades son positivas en ambos casos. La elasticidad para el periodo 2011-2024 es de 0,53, lo que significa que, si una AFP aumenta su comisión en un 1%, los traspasos hacia esa AFP aumentarán en un 0,53%. En cambio, para el periodo 2020-2024, la elasticidad es más cercana a 1, con un valor de 0,68, lo que indica que, en este periodo, si una AFP aumenta su comisión en un 1%, los traspasos aumentarán en un 0,68%<sup>12,13</sup>. Por lo tanto, en el segundo período, la elasticidad es cercana a 1, lo que sugiere una demanda elástica, aunque en un sentido contrario a la intuición clásica, donde se esperaría un valor negativo inferior a -1.

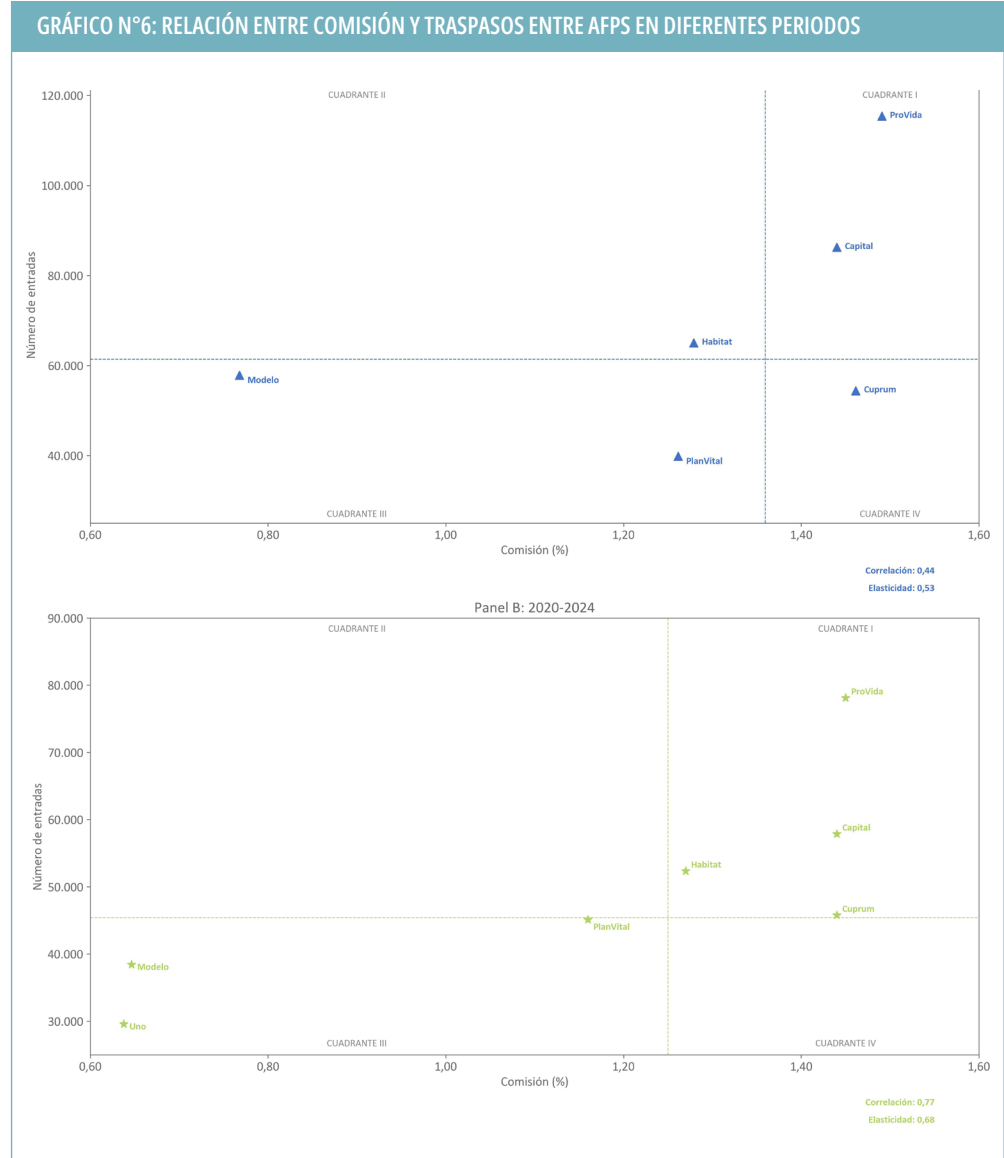
<sup>10</sup> Se considera un grupo con comisiones o traspasos altos cuando su valor está por encima o igual al de la mediana de todas las AFPs, y bajo en caso contrario.

<sup>11</sup> Si en lugar de considerar las entradas absolutas analizamos las entradas netas, en el primer período (2011-2024) se observa una correlación negativa, aunque muy débil, de -0,2. No obstante, en el segundo período, con la incorporación de AFP UNO, la correlación es positiva y fuerte, con un valor de 0,54.

<sup>12</sup> Las elasticidades se estiman a partir de los coeficientes de una regresión lineal simple, en la que el promedio de los traspasos de cada AFP (variable dependiente) y las comisiones promedio de cada AFP (variable independiente) durante el periodo analizado se expresan en logaritmos. Esta estimación se realiza de esta manera porque nuestro interés está en estimar el efecto between (entre AFPs), no el efecto within de cada AFP, dado que las comisiones dentro de cada AFP varían poco a lo largo del tiempo. Si, en lugar de calcular el promedio para todo el periodo, consideramos los valores anuales, lo que nos da una muestra mayor, y realizamos la misma regresión en logaritmos controlando por el efecto fijo de tiempo para obtener el efecto between, encontramos que las elasticidades son positivas, aunque algo más altas, en el primer periodo 0,83, y en el segundo de 0,87.

<sup>13</sup> Cabe señalar que las elasticidades no representan un efecto causal, sino simplemente una estimación del alcance, que podría dar indicios del impacto. Así, advertimos que podrían estar influenciadas por múltiples otros factores que no se consideran.

TEMA DE ANÁLISIS



Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Las entradas y comisiones correspondientes a cada periodo son promedios. Los traspasos y las comisiones correspondientes a cada periodo son promedios. Los cuadrantes se organizan de manera que los valores iguales o superiores a la mediana, ya sea en términos de comisiones o traspasos, se ubican en la parte superior, mientras que los valores menores a la mediana se sitúan en la parte inferior, formando así los cuatro cuadrantes.

Las correlaciones y elasticidades encontradas, además de ser poco intuitivas, no coinciden con lo que está ocurriendo con los indicadores de concentración. En etapas de baja concentración, se esperaría una elasticidad-precio de la demanda negativa, mientras que, en fases de mayor concentración, esta podría ser débilmente negativa o incluso positiva. Sin embargo, ocurre lo contrario: la elasticidad-precio de la demanda en los últimos cinco años es más positiva que en los últimos 14, lo que sugiere un aumento reciente, mientras que los indicadores muestran una menor concentración en el mercado. Esto evidencia que bajos índices de concentración no garantizan necesariamente un menor poder de mercado; también se requieren otras condiciones, como que los consumidores cuenten con información completa.

¿Podrían explicarse las relaciones anómalas de precio-demanda encontradas por el hecho de que existen otras variables que afectan la decisión de cambiarse que no se están considerando? Por ejemplo, las mejores rentabilidades que tienden a registrar las AFPs con mayores comisiones, lo que lleva a los afiliados a cambiarse a esas AFPs, a pesar de tener comisiones más altas. Esto estaría en línea con la idea de que las diferencias en rentabilidad compensarían las diferencias en las mayores comisiones, resultando en una rentabilidad neta de comisión que podría ser similar o incluso mayor.

La respuesta probablemente es no, debido a la limitada variación que ha existido siempre entre las rentabilidades de las AFPs. Como evidencia el Gráfico N°7 en los años analizados las rentabilidades entre las AFPs<sup>14</sup> presentan muy poca dispersión. El Coeficiente de Variación ( $CV = \text{Desviación Estándar}/\text{Promedio}$ ) de las rentabilidades para ambos intervalos evidencia una varianza mínima, considerando que los valores por debajo del umbral del 10% indican que los datos están muy concentrados alrededor de la media. En específico, en los dos periodos los CVs, tanto ponderador por la cantidad de afiliados, cotizantes o activos gestionados son inferiores a 5%<sup>15</sup>. Esta baja variación se explica probablemente por la garantía de rentabilidad mínima, que establece que, si la rentabilidad de una AFP se encuentra muy alejada de ciertos límites definidos en relación con el promedio del mercado<sup>16</sup>, la diferencia debe ser cubierta por las reservas de la AFP provenientes del encaje.

Si bien en términos estadísticos se observa muy poca variación en las rentabilidades, existen estudios que indican que incluso pequeñas diferencias pueden tener un impacto relevante en los resultados finales de la pensión. Valdés y Benavides (2018)<sup>17</sup> evidencian que un punto porcentual adicional de rentabilidad durante 40 años implica un 25% más de pensión. Esto sugiere que una diferencia de 50 puntos base (aproximadamente la diferencia entre el máximo y el mínimo) podría generar un 10% más de pensión, siempre que esa diferencia se mantuviera durante 40 años y no solo en el periodo observado, que es más corto.

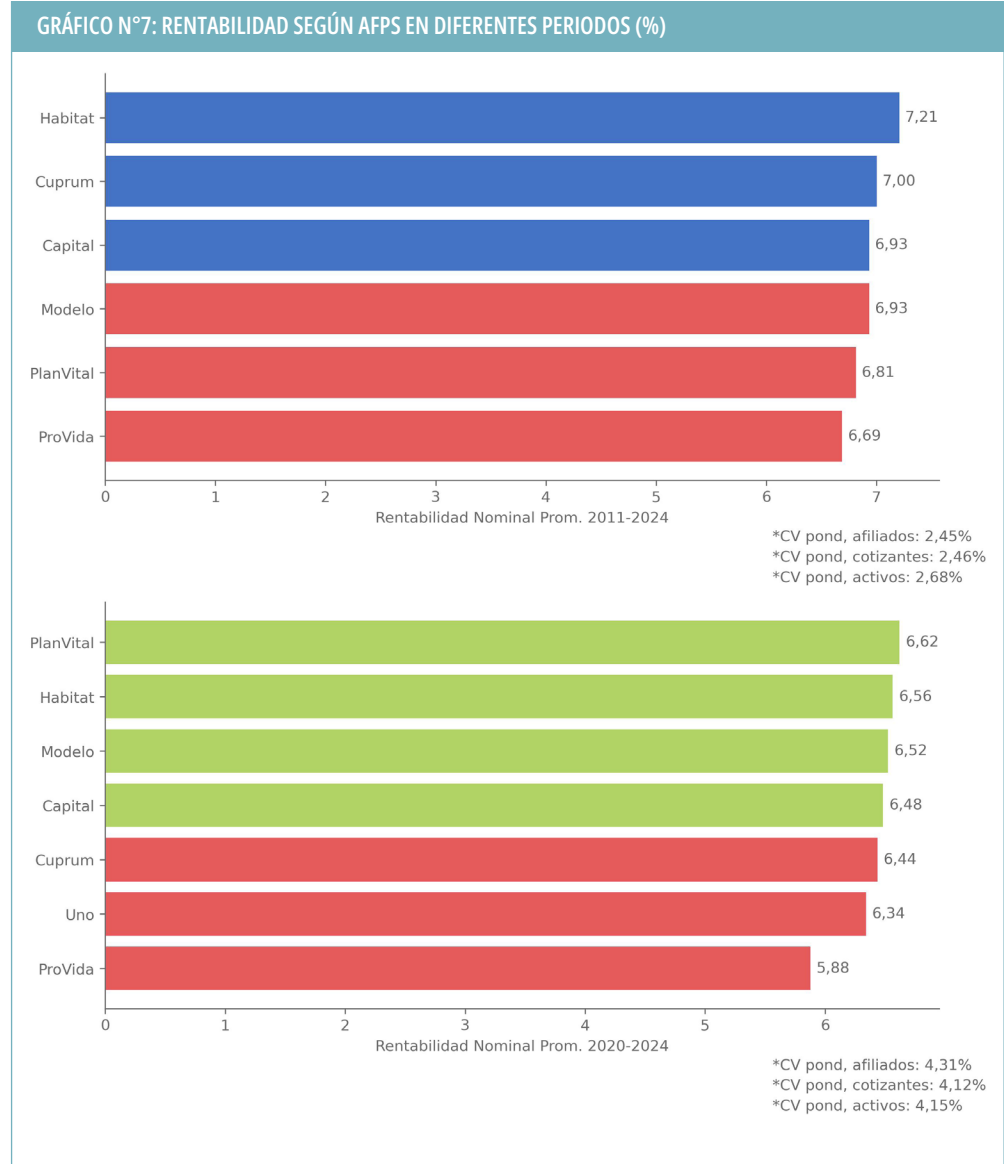
<sup>14</sup> La rentabilidad de una AFP para un periodo determinado se calcula a partir de la rentabilidad mensual (obtenida como las variaciones de los valores cuota) de cada uno de los 5 fondos administrados por la AFP. Para ello, primero se obtiene la rentabilidad promedio geométrica mensual anualizada de cada fondo en el periodo correspondiente. Luego, estas rentabilidades se ponderan según el peso relativo que tiene cada fondo en el total de activos gestionados por la AFP durante dicho periodo. Para el primer intervalo, el cálculo abarca los meses desde enero de 2011 hasta diciembre de 2024, mientras que, para el segundo intervalo, considera desde enero de 2020 hasta diciembre de 2024.

<sup>15</sup> Para todas las demás variables analizadas en esta sección, los CVs superan el umbral del 10%.

<sup>16</sup> Los límites varían para cada fondo: Para los fondos Tipo A y B: el menor entre el promedio del mercado menos cuatro puntos porcentuales o el promedio del mercado menos el 50% de su valor. Para los fondos Tipo C, D y E: el menor entre el promedio del mercado menos dos puntos porcentuales o el promedio del mercado menos el 50% de su valor.

<sup>17</sup> Paula Benavides y Rodrigo Valdés (2018), "Pensiones en Chile: antecedentes y contornos para una reforma urgente".

TEMA DE ANÁLISIS



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

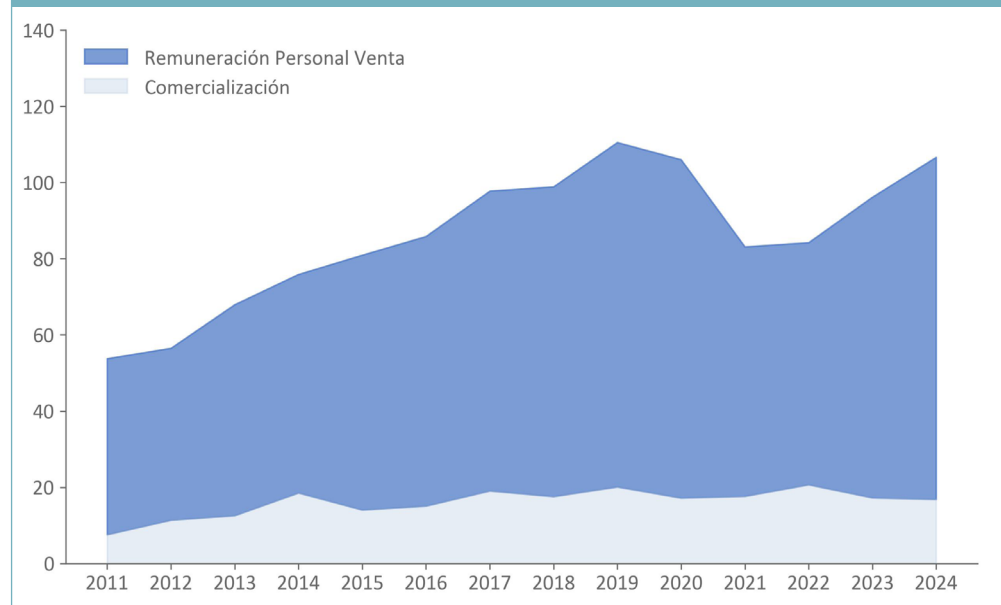
Nota: Las barras azules o verdes representan las AFPs con rentabilidad alta, es decir, mayor o igual a la mediana, mientras que las barras rojas representan las AFPs con rentabilidad baja, menor a la mediana.

En cualquier caso, no parece haber una relación positiva entre la comisión y la rentabilidad que explique la correlación observada entre comisión y traspasos. Es decir, las AFP con mayores comisiones no están ofreciendo una rentabilidad superior que justifique que los usuarios, a pesar de los costos más altos, se trasladen a ellas. De hecho, ocurre lo contrario: las AFP con mayores comisiones tienden a registrar una menor rentabilidad y, dado que estas también concentran la mayor cantidad de traspasos, esto implica que la correlación entre traspasos y rentabilidad es negativa en ambos períodos analizados. Por ejemplo, ProVida, que históricamente ha registrado la rentabilidad más baja en comparación con las demás AFP, ha mantenido consistentemente la comisión más alta en todos los períodos y, al mismo tiempo, ha sido una de las AFP con mayores traspasos.

Por lo tanto, las rentabilidades no parecen ser la principal razón que explique por qué las AFP con mayores comisiones concentran los mayores traspasos. ¿Será que la relación positiva entre comisión y traspasos se debe a que las AFPs que cobran más, al generar mayores ingresos, también destinan más recursos a marketing y ventas, lo que les permite atraer a más afiliados?

Como se observa en el Gráfico N°8, desde 2011, las AFPs han ido incrementando sus gastos en marketing y ventas, con la excepción del periodo de la pandemia, durante el cual se produjo una caída que aún no se ha logrado recuperar por completo. Este aumento ha sido principalmente explicado por un mayor gasto en la remuneración del personal de ventas, alineado con un incremento en la contratación de estos agentes. Este aumento es nominal, es decir, sin considerar la inflación, pero ha superado la variación del IPC. En 2011, las AFP gastaban un total anual de 54 mil millones de pesos, equivalentes a 2,4 millones de UF. Para 2024, este gasto promedio alcanzó los 107 mil millones de pesos (anualizado con base en información disponible hasta el tercer trimestre), lo que corresponde aproximadamente a 3 millones de UF. Esto implica un incremento del 25% en términos reales, equivalente a una tasa promedio anual de 1,7%..

GRÁFICO N°8: GASTO EN PERSONAL DE VENTA Y COMERCIALIZACIÓN EN LA INDUSTRIA PREVISIONAL (MILES DE MILLONES)



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a la suma anual total de los gastos en salarios, personal de ventas y comercialización de toda la industria previsional, excepto en el caso de 2024, donde los datos están anualizados con base en la información disponible hasta el tercer trimestre.



Efectivamente, estos mayores gastos en marketing y ventas provienen de las AFPs que cobran comisiones más altas, lo cual es lógico, ya que cuentan con mayores ingresos para atraer y capacitar a buenos vendedores. Como se desprende en el Panel B del Gráfico N°9, las cuatro AFPs que cobraron las comisiones más altas durante el periodo 2020-2024, que señalamos previamente, son también las que más gastaron en promedio en sueldos de vendedores y en comercialización durante ese mismo periodo. En contraste, las AFPs con las comisiones más bajas fueron las que menos gastaron. Un caso claro es el de ProVida, que fue la AFP que cobró la mayor comisión entre 2020 y 2024 y, a su vez, la que más gastó, con un promedio aproximado de 23 mil millones de pesos. En contraste, AFP Uno fue la que cobró la comisión más baja y, además, registró por lejos uno de los menores gastos, con alrededor de 0,5 mil millones. De hecho, AFP Uno aún no cuenta con vendedores<sup>18</sup>. Por consiguiente, existe una relación muy fuerte entre la comisión y el gasto, con una correlación de 0,96, lo que indica que ambas variables se mueven prácticamente en la misma dirección. Algo similar se observa entre 2011 y 2024 (ver Panel A), donde la correlación entre comisión y gasto es de 0,86.

Así, el gasto explica la relación positiva entre comisión y entrantes observada en los últimos 5 o 14 años, ya que aquellas AFP con mayor gasto también tienen comisiones más altas y, a su vez, atraen a más clientes. Esto se ilustra en el Gráfico N°9: las AFP con mayores comisiones son también las que presentan un mayor gasto, al estar ubicadas en el cuadrante 1, y tienen un mayor número de entrantes, representados por círculos más grandes y oscuros. Intuitivamente, esto sugiere que las AFP con comisiones más altas cuentan con más recursos para invertir en marketing y ventas, lo que les permite contratar más vendedores, haciendo que estén más activas en la atracción de nuevos afiliados y logren captar un mayor volumen de entrantes.

Si estimamos las elasticidades comisión-traspasos, tanto de manera simple como ajustadas por el efecto del gasto en marketing, observamos magnitudes que confirman lo mencionado. Como se muestra en el Gráfico N°10, durante los periodos 2011-2024 y 2020-2024, el coeficiente de elasticidad corregido por el efecto del marketing disminuye, llegando a ser negativo. En el primer periodo, la elasticidad inicial de 0,53 se ajusta a -1,19 al considerar el efecto del marketing, mientras que, en el segundo periodo, pasa de 0,68 a un valor cercano a 0 de -0,11. Esto permite concluir que, al excluir a la AFP Uno y analizar un periodo más extenso, la elasticidad ajustada por el efecto del gasto es negativa y, en términos absolutos, cercana a -1, lo que sugiere una demanda elástica. Sin embargo, en los últimos cinco años, al incluir a la AFP Uno, no se puede llegar a la misma conclusión, ya que, aunque el valor ajustado es negativo, se encuentra muy lejos de -1, el umbral que indica una demanda elástica.

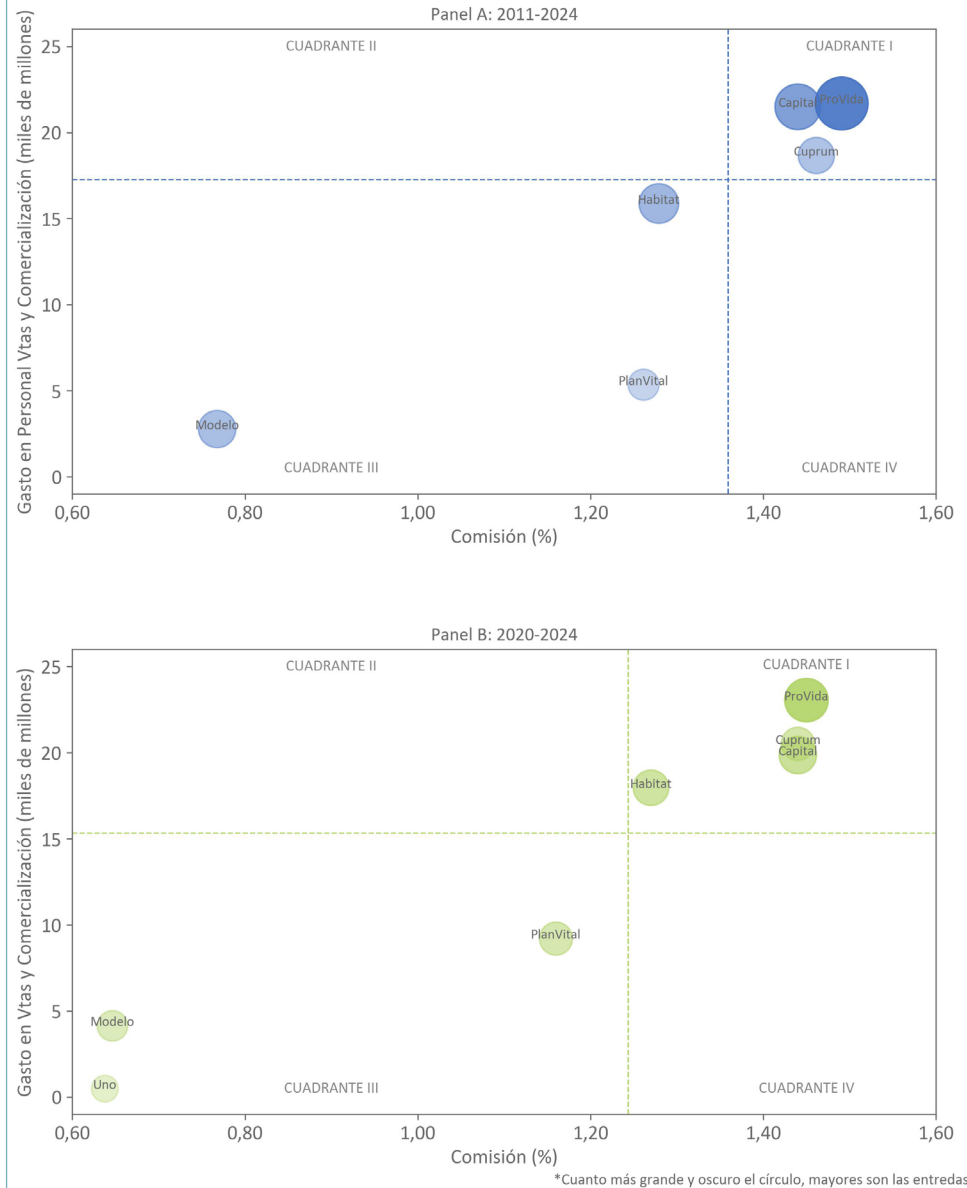
De esta manera, podemos afirmar que el gasto en personal de ventas y comercialización ha sido consistentemente un factor relevante en los traspasos, contribuyendo a impulsarlos. Además, dado que este gasto se relaciona positivamente con las comisiones, se convierte en una variable que, inicialmente, explica la elasticidad positiva entre las comisiones y los traspasos. Por su parte, al analizar la elasticidad comisión-traspasos corregida por este impacto, los resultados no son concluyentes. Excluyendo a la AFP Uno, la elasticidad resulta negativa y elástica, mientras que, al incluirla en un período más acotado, se observa una elasticidad más bien nula. Esto evidencia que no está claro si las comisiones afectan de manera claramente negativamente la demanda del mercado según nuestras estimaciones<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> AFP Uno fue la última AFP en ganar la licitación de nuevos afiliados entre 2023 y 2025, por lo que no realiza esfuerzos significativos para atraer nuevos cotizantes.

<sup>19</sup> Insistimos en que estas estimaciones no son causales y que la relación obtenida entre comisión y traspasos podría estar sesgada por otras variables adicionales no consideradas.

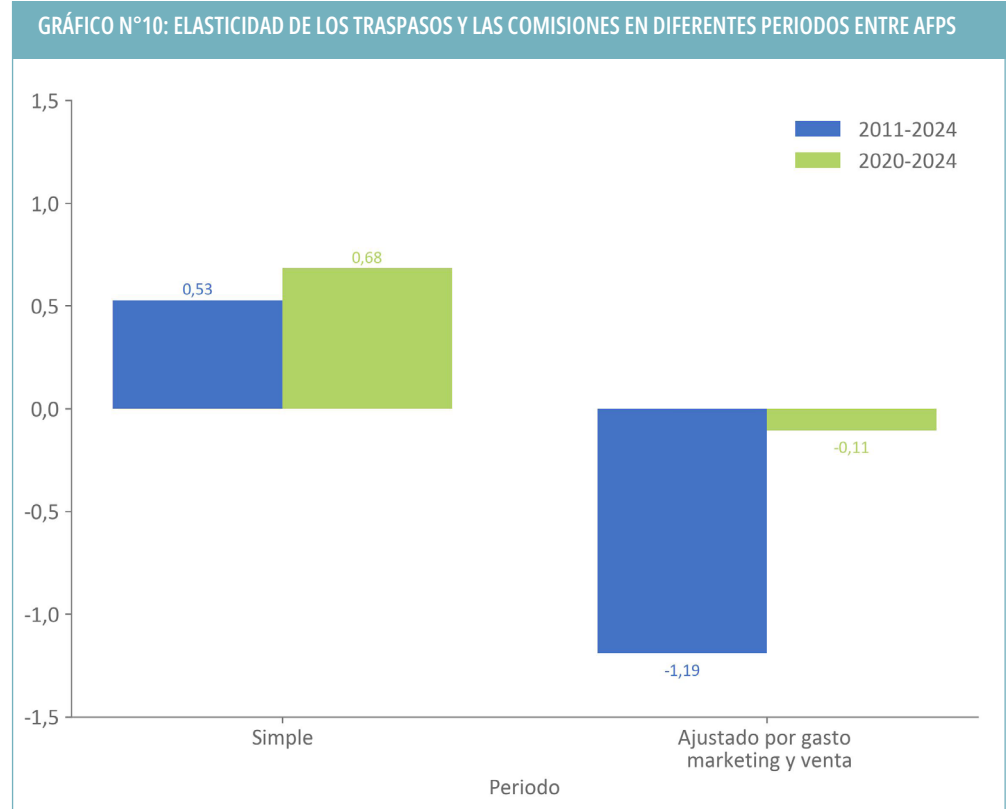
TEMA DE ANÁLISIS

GRÁFICO N°9: RELACIÓN ENTRE COMISIÓN, GASTO EN VENTA Y COMERCIALIZACIÓN Y TRASPASOS ENTRE AFPS EN DIFERENTES PERIODOS



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

Nota: Las entradas, comisiones y el gasto correspondiente a cada periodo son promedios. Los cuadrantes se organizan de manera que los valores iguales o superiores a la mediana, ya sea en términos de comisiones o gastos, se ubican en la parte superior, mientras que los valores menores a la mediana se sitúan en la parte inferior, formando así los cuatro cuadrantes.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.

## CONCLUSIÓN

Los índices de concentración indican que existe un nivel de competencia moderado en la industria previsional en el último tiempo, ya que, tras la licitación de nuevos afiliados en 2008, estos indicadores han mejorado considerablemente.

Por otro lado, al ajustar la relación precio-demanda por el gasto en marketing, un factor clave en la explicación de los traspasos, los resultados no son del todo concluyentes. A diferencia de los índices de concentración, este indicador sugiere que la competencia en la industria previsional ha empeorado al considerar AFP Uno. En específico, nuestros hallazgos muestran que, en los últimos cinco años, la elasticidad entre comisión y traspasos, ajustada por marketing, se encuentra cercana a 0. Esto sugiere que los demandantes no están generando las condiciones necesarias para que las AFP compitan reduciendo los precios.

Si bien podrían existir factores no considerados que estén sesgando estos resultados, como el hecho de que algunas AFPs ofrezcan servicios de asesorías que influyan en las decisiones de los afiliados más allá del precio, el dato señalado en informes anteriores, que indica que solo un 6,5% de los afiliados conoce el porcentaje de su remuneración imponible que la AFP cobra en comisión por la administración de sus fondos<sup>20</sup>, refuerza la evidencia de inelasticidad.

<sup>20</sup> Para más detalles, consulte sección de análisis e de agosto de 2024 en el siguiente enlace: [Tema de Análisis – Agosto 2024](#).

### TEMA DE ANÁLISIS

De este modo, según estos resultados, aún persisten desafíos significativos en el ámbito de la competencia en la industria previsional, por lo que las políticas públicas deberían centrarse en la mejora del sistema en su totalidad. En este contexto, se requieren incentivos adicionales para que las AFPs tengan incentivo a competir por precios más bajos. A su vez, es esencial fortalecer la educación financiera de los afiliados, permitiéndoles tomar decisiones más informadas al comprender factores clave como las comisiones que pagan, y evitando que el gasto en comercialización de cada AFP sea un factor predominante





CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2025  
ENERO

INFORME CEF  
MACROFINANCIERO

# MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

# MODIFICACIONES LEGALES DICIEMBRE/ENERO

## 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 José Fontaine y Montserrat Valverde

#### Entradas en Vigencia y Claves de la DDU 511

Con la publicación de la Circular DDU 511, el Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU) establece las directrices para la implementación de la Ley N° 21.718, la cual introduce modificaciones sustanciales al marco normativo de urbanismo y construcción en Chile. La circular detalla las fechas de entrada en vigencia y el alcance de los cambios en la Ley General de Urbanismo y Construcciones (LGUC) y otras normativas relacionadas, siendo un documento esencial para el cumplimiento legal en el sector inmobiliario.

A continuación, destacamos la entrada en vigencia de algunas de las modificaciones más importantes de la normativa:

Fechas de Entrada en Vigencia de las Modificaciones:

#### 1. Grupo 1: Vigencia desde el 14 de enero de 2025

##### •Ley General de Urbanismo y Construcciones (LGUC):

- Art. 11 y 12: Refuerzan el rol de las SEREMI en ausencia de los DOM y en reclamaciones.
- Art. 116 y 116 Bis: Establecen excepciones al permiso de construcción y responsabilidad solidaria para revisores independientes.
- Art. 18 y 20: Introducen responsabilidades claras en estudios técnicos y plazos de prescripción para obras sin permiso.
- Art. 119: Permite simultaneidad de obras en un mismo predio para ciertos proyectos.

##### •Otras Leyes:

- Ley Orgánica de Municipalidades (N° 18.695): DOM obligados a cumplir con instrucciones SEREMI en plazos específicos.
- Ley que crea y regula los Registros Nacionales de ITO (N° 20.703) y Código Orgánico de Tribunales: Procedimientos más claros para reclamaciones y registro de bienes raíces con plazos máximos determinados.
- Ley de Protección de los derechos del consumidor (N° 19.496): Reducción de plazos para trámites hipotecarios y sanciones por rechazos infundados.

#### 2. Grupo 2: Vigencia desde el 30 de mayo de 2025

##### •LGUC:

- Art. 116 Bis C: Nuevas medidas de publicidad para plazos de reclamación.
- Art. 118 y 118 bis, ter y quáter: Regulan plazos, procedimientos administrativos y judiciales en permisos mayores. Establece nuevas reglas del silencio administrativo en materia de permisos de construcción.

•Otras Leyes:

- Ley N° 18.695: Exclusión del recurso de ilegalidad municipal para permisos de construcción.  
- Ley N° 21.473 y Ley N° 21.442: Ajustes en procedimientos relacionados con publicidad y copropiedad inmobiliaria.

3.DDU 511: Una Hoja de Ruta para las modificaciones implementadas por la ley 21.718: La DDU 511 no solo aclara las fechas de entrada en vigencia, sino que también desarrolla nuevos conceptos como el Frente Predial Mínimo, ahora condición sólo para solicitudes de loteos, subdivisiones y urbanizaciones. Asimismo, se contempla la exigencia de una accesibilidad mínima de al menos 4 metros de ancho que aplica para las nuevas solicitudes de subdivisión, loteo y urbanización presentadas desde el 29 de noviembre de 2024.

Conforme a lo señalado, la normativa establece un marco transitorio para asegurar el cumplimiento gradual de estas normas, brindando certeza jurídica y un incentivo para el desarrollo de la industria inmobiliaria."

## ÁREA INMOBILIARIA

Informe preparado por María José Álvarez y Diego Marín

### Publicado el esperado Reglamento de la Ley 21.442 "Nueva Ley de Copropiedad Inmobiliaria"

Recientemente fue publicado en el Diario Oficial el reglamento de la Nueva Ley de Copropiedad Inmobiliaria, tan esperado por el mercado inmobiliario, cuyo primer gran efecto es que con él pierden eficacia las normas de la Ley 19.537 que transitoriamente "revivieron a la vida del derecho" con el artículo 1° de la Ley 21.508.

El segundo efecto es que los condominios acogidos a las derogadas Ley de venta por pisos o Ley 19.537, cuentan con plazo de un año para dictar sus nuevos reglamentos de copropiedad inmobiliaria, adecuando sus normas a la nueva ley. Para ello, dispone un artículo transitorio que establece que corresponde al comité de administración de cada comunidad revisar el reglamento vigente y proponer a la asamblea los ajustes necesarios.

Asimismo, reglamenta una serie de obligaciones establecidas en la Ley para el administrador, el comité de administración y su presidente, las cuales deben observarse desde el momento en que se acoge el condominio al régimen de copropiedad inmobiliaria, aun cuando estos cargos se estén ejerciendo transitoriamente por el primer propietario.

Dentro de los aspectos relevantes para la industria, está el relativo al mandato legal de establecer bienes comunes diferenciados a las edificaciones colectivas de más de 200 unidades habitacionales con destino habitacional, respecto del cual dispone:

- Que cada acceso peatonal deberá servir a un máximo de 400 unidades habitacionales.
- Si el condominio con más de 200 unidades habitacionales cuenta con más de 200 estacionamientos deberá incorporar un nuevo acceso vehicular o incrementar en uno el número de pistas de un único acceso.
- Cada grupo de ascensores, cada zona vertical de seguridad y cada recepción/conserjería deberá servir un máximo de 200 unidades habitacionales.

El Reglamento se distribuye en 8 títulos más el artículo transitorio antes referido. A continuación, haremos una breve revisión de algunos de sus títulos, que por las materias reguladas no requieren mayor examen y luego haremos un análisis más extenso de ciertas reglas que resultan de especial atención para inmobiliarias en su calidad de propietarias del condominio y desarrolladores o inversionistas inmobiliarios.

El Título I corresponde al Régimen de copropiedad inmobiliaria, en donde se reitera el ámbito de aplicación de la ley y del reglamento, que es requisito para acogerse al régimen la dictación de un primer reglamento y su inscripción en el Registro de Hipotecas del Conservador de Bienes Raíces competente, haciendo extensiva esta obligación a todas las modificaciones al reglamento que se acuerden en el futuro por la asamblea y se incluye un artículo con definiciones. Por su parte, el Título V se refiere a la constitución (y término) de la copropiedad inmobiliaria, mientras que el VI, sobre condominios de interés público, se refiere al cobro de gastos comunes y convenios con empresas de servicios básicos y establece las normas especiales sobre fondo común de reserva aplicables a ellos. Finalmente, el Título VIII establece algunas disposiciones de aplicación general, entre las que destaca que mientras no se alcance la enajenación del 66% de unidades del Condominio en caso de removerse al administrador, el nuevo deberá ser designado por la propietaria del condominio.

El Título II habla De los derechos y obligaciones de los copropietarios, en donde se regulan cuestiones relacionadas a la forma de llevar el registro de copropietarios del condominio, estableciendo que, para efectos de recaudar las obligaciones económicas del condominio mediante aplicaciones digitales, se requiere acuerdo previo y escrito del comité de administración, igual requisito para instituir convenios de pago con copropietarios morosos. Finalmente, destina el art. 10 al resguardo de la calidad de vida de los ocupantes permanentes del condominio. En él se hace una distinción entre ellos y los ocupantes de unidades destinadas a su uso como alojamiento temporal, hospedaje turístico, apart-hotel u otros análogos, comúnmente conocidos como uso tipo Airbnb, y permite expresamente (y por mandato del art. 8 letra j de la Ley), establecer límites y restricciones para el uso de bienes comunes por parte de estos usuarios y las correspondientes sanciones siempre y cuando ellos no signifiquen una discriminación arbitraria.

En el Título III, referente a la administración destacamos que se regula en detalle la representación de copropietarios por arrendatarios u otros ocupantes permanentes de su unidad y se introducen las normas y requisitos para la celebración de asambleas telemáticas o mixtas, la forma de llevar la contabilidad del condominio y la forma de levantar el acta de recepción de bienes comunes por parte del primer administrador.

El Título IV sobre la seguridad del condominio, reglamenta la obligación de elaborar un plan de emergencia y evacuación, la forma de actualizarlos y la obligación de entregar copia de ellos a Carabineros de Chile y Cuerpo de Bomberos, estableciendo la obligación de adjuntar la constancia de recepción por ambas entidades de los primeros planes al ingresar la solicitud de recepción definitiva de obras, o si contare con ello, antes de solicitar acoger el condominio al régimen de copropiedad.

Finalmente, como tema de interés, hacemos presente que en el Título VI sobre estacionamientos y sobre asignaciones en uso y goce exclusivo, se regulan los requisitos para solicitar al Director de Obras respectivo, una dotación menor de estacionamientos para proyectos de condominios de interés público y regula también la forma en que se pueden entregar en uso y goce exclusivo los estacionamientos vehiculares a personas con discapacidad.



## ÁREA LABORAL

Informe preparado por Rodrigo Palacios y Diego Marín

### La importancia de la carta de despido

Un despido puede resultar absolutamente justificado y apegado a la causal invocada, pero si la Carta de Despido (instrumento en el que se debe comunicar el término de la relación laboral, informar la causal del mismo, e incorporar los fundamentos fácticos que justifican su aplicación) no es bien redactada y no señala concreta, específica y pormenorizadamente los hechos en que se funda la causal de despido, éste puede resultar declarado como injustificado por un Juzgado del Trabajo.

Así lo confirma la Corte de Apelaciones de Santiago en fallo de fecha 2 de diciembre de 2024, Rol de Ingreso N°3900-2023), la que indica que:

“...dada la causal disciplinaria invocada por el demandado, se requiere en primer lugar que la respectiva carta contenga una descripción de los hechos de manera clara y suficiente, toda vez que la prueba aportada debe permitir su comprobación en los mismos términos, para los efectos de evaluar o no su concurrencia, teniendo presente el principio de la estabilidad relativa y que las causales del artículo 160 del Código del Trabajo importan el término del contrato de trabajo sin derecho a indemnización alguna”.

“la comunicación de despido adolece de una descripción de los hechos fundantes de manera específica, en tanto que se basa en generalidades”.

La carta “acusa” que ese incumplimiento generó “una sobrecarga injustificada de trabajo para sus compañeros de labores...”, sin describir cómo, cuándo, cuánto ni qué trabajadores habrían experimentado esa sobrecarga de trabajo”.

“el empleador no satisfizo el estándar argumentativo que exigen tanto el inciso primero del artículo 162 como el número 1 del artículo 454 del Código del Trabajo, lo que tiene relevancia respecto de la prueba rendida por su parte en relación a su eficacia y utilidad”. Es así como se confirma la absoluta relevancia de la carta de despido y su contenido. La claridad de los hechos y fundamentos de la causal de despido resulta fundamental para evitar que a futuro se cuestione judicialmente la desvinculación.

## ÁREA TRIBUTARIA

Informe preparado por Ana María Severin y Hernán Fontaine

### Alza gradual de la retención de Boletas de Honorarios

Por sexto año, se aplicará las modificaciones introducidas por la Ley N° 21.133, promulgada en enero y publicada en febrero de 2019, que busca la incorporación de los trabajadores independientes a los regímenes de protección social, incrementando en un 0,75% adicional la retención en las boletas de honorarios que se emitan por servicios prestados desde el 1 de enero de 2025, así la retención a aplicar a las boletas de honorarios durante este 2025 será de un 14,5%.

Las retenciones, de 13,75% para el año comercial 2024 y, a partir del 2025, de un 14,5%, podrán, en el marco del proceso de operación renta respectivo, y en caso de proceder una devolución, destinarse para el pago total o parcial de las cotizaciones previsionales destinadas a:

- Seguro de Invalidez y Supervivencia (SIS).
- Seguros de Accidentes del Trabajo y Enfermedades Profesionales (ATEP).
- Ley SANNA.
- Salud.
- Pensiones de Vejez, cuota mortuoria, pensiones de supervivencia.

Cabe recordar que, para los efectos del cálculo de las cotizaciones a pagar, se considerará el 80% de las rentas brutas en caso de que se opte por cobertura total; mientras que, en caso de cobertura parcial, el 80% se calculará respecto del 70% de la renta bruta total. Conforme las disposiciones de la Ley 21.133, el alza gradual afecta igualmente a la tasa de Pago Provisional Mensual (PPM) obligatorio que deben efectuar los independientes en aquellos casos que no aplique la retención por parte del receptor de la boleta. Finalmente, esta alza gradual en la retención y el PPM obligatorio, está prevista que culmine el año 2028, época en la cual se alcanzará una retención del 17%.

**MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES**





CENTRO  
ESTUDIOS  
FINANCIEROS

2025  
ENERO

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**

# “EL SENTIDO DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL”

## IGNACIO ARTEAGA

Angel Soto<sup>1</sup>

¿Qué es lo que mueve e inspira a los empresarios y emprendedores? ¿Por qué confían, se levantan y vuelven a intentarlo? En otras palabras, ¿cuál es el “motor de la vocación empresarial”? Son algunas de las preguntas que se hace Ignacio Arteaga E., ex presidente de la Unión Social de Empresarios Cristianos (USEC), en este libro que reúne sus columnas de prensa y discursos.

Publicado en el año 2019, su contenido se mantiene plenamente vigente. Nuevas formas de relacionarnos centrados en la dignidad de las personas, los colaboradores y las comunidades, constituyen a la empresa “en una fuente de crecimiento integral, material y espiritual”. No obstante, en paralelo es necesario tener claridad en los principios, pues, acostumbrados a hablar de rentabilidad, eficiencia y eficacia, ¿por qué cuesta tanto defender la propiedad privada de los fondos de pensiones, la libertad de elegir, la subsidiariedad como principio básico del orden social, la solidaridad con los más pobres y la dignidad de los adultos mayores?, se pregunta el autor.

“No es el optimismo, es la esperanza. La esperanza en esa actitud que nos lleva a mirar hacia el futuro ese bien final que se espera y se desea, y que nos hace actuar en el presente para construir, aquí y ahora, ese bien que esperamos y anhelamos”, es la respuesta a la pregunta respecto de qué es lo que mueve e inspira a los empresarios. Es cierto que la esperanza no asegura el éxito, pero sin ella no hay posibilidad de triunfo. Un llamado a sentir que los beneficios obtenidos van más allá de lo económico individual, sino que se trabaja para contribuir al bien común.

Ignacio Arteaga nos presenta la actividad empresarial como una “noble vocación de servicio a las personas”, expresadas en las virtudes que el “cristianismo atribuye al trabajo”, de ahí que, en relación con Chile su mirada nos recuerda que la actividad empresarial no solo ha permitido que millones de chilenos salgan de la pobreza material, “sino también espiritual”, porque les ha permitido crecer en dignidad, ejercer su libertad y “tomar en sus manos las riendas de su vida”. Además, ha de tenerse presente el aporte que las empresas hacen a la investigación, ciencia, tecnología y filantropía. En la mayoría de las veces, de manera más robusta que el Estado.

La felicidad depende de cada uno, pero son importantes las instituciones. En ese sentido destaca lo que dice el autor: “Es cierto que el Estado no puede hacer plenamente felices a los ciudadanos, pero también sabemos que sí puede hacernos la vida difícil”. Su invitación es a no caer “en la tentación de creer que es el Estado el que tiene que hacer todo el esfuerzo y ponerse al día con el crecimiento integral”. Antes que eso, “cada uno de nosotros puede colaborar haciendo un esfuerzo por ser mejor ciudadano y no solo buen consumidor” (p. 52).

Un libro actual, de reflexión profunda, comprometido y con visión de futuro.



<sup>1</sup> Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de los Andes – Chile

## 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° 86

2025  
ENERO