

# CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 3 / JULIO 2017



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA:

## EL DECEPCIONANTE IMACEC DE MAYO

BANCA

## LA RELEVANCIA DE LAS COMISIONES

PENSIONES

## LA IMPORTANCIA DE LOS INDEPENDIENTES

FONDOS MUTUOS:

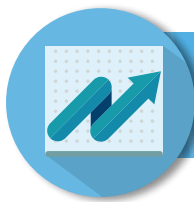
## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS INVERSIONES

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES

## REFORMA A LA LEY DE BANCOS

## NUEVA NORMATIVA FINANCIERA





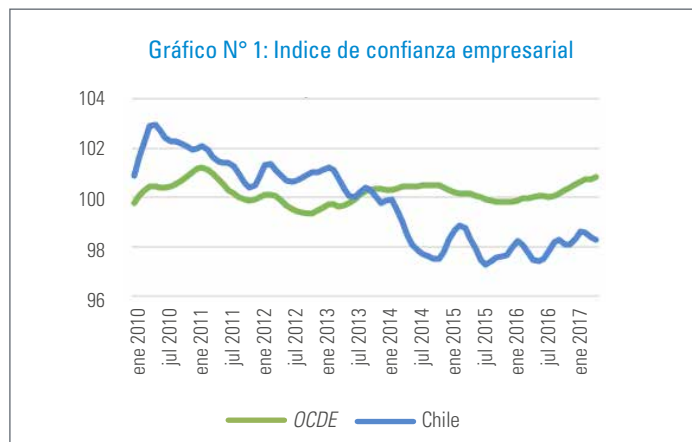
## EL DECEPCIONANTE IMACEC DE MAYO

A pesar de que empieza a observarse un leve repunte en los indicadores de confianza, el IMACEC en mayo estuvo por debajo de las expectativas, con un crecimiento de 1,3% en doce meses. Si bien el IMACEC minero sigue impactando en forma negativa a la actividad, con una caída de 4,6% en doce meses, el IMACEC no minero no logra superar la barrera de 2%, registrando una expansión de 1,9% en doce meses. En los cinco primeros meses del año el crecimiento acumulado llega a 0,4%, con una expansión de la actividad no minera de 1,3%, descartando la idea de que es la minería el problema.

La debilidad de la economía tampoco tiene relación con lo que ocurre en el resto del mundo, que muestra cifras de actividad claramente al alza. Es así como los países de la OCDE mostraron en el primer trimestre un crecimiento del PIB de 3,6%, en comparación con una cifra de 2,8% hace un año atrás.

El Gráfico N° 1 muestra el índice de confianza empresarial publicado por la OCDE, para Chile y para ese grupo de países. Se observa una tendencia negativa para nuestro país, mientras que en la OCDE hay una clara recuperación de la confianza a partir de mediados del año pasado, luego de un comportamiento levemente decreciente entre 2014 y 2015. La evolución de este índice es una muestra más de que el mal desempeño de nuestra economía tiene ahora muy poco que ver con lo que ocurre en el resto del mundo. Si durante 2014 y 2015 la caída del precio del cobre tuvo impacto en el menor crecimiento, la explicación actual radica casi exclusivamente en factores internos.

Por lo anterior, y en un contexto en que los términos de intercambio están subiendo –aumentaron un 4,7% anual en el primer trimestre– es dable esperar mejores cifras de actividad en el segundo semestre del año.



Fuente: Stats OCDE

Sin embargo, el hecho de que empezáramos a ver en los próximos trimestres cifras que empiezan a acercarse a 3%, no debería ser un motivo de celebración, ya que es menos de lo que crece la economía mundial, y tampoco nos permite alcanzar en un plazo razonable el umbral de país desarrollado. Es interesante constatar que entre 1990 y 2013, mientras el mundo creció a una tasa promedio de 3,6%, y América Latina a un 3,2%, Chile lo hizo a un 5,2%. En este sentido, tasas de crecimiento inferiores a 4% siguen siendo un reflejo de que es necesario mejorar el mix de políticas públicas, compatibilizando de mejor manera la necesidad de resolver carencias sociales con los aumentos de productividad.

También como evidencia del débil desempeño de la actividad, el IPC registró en junio una caída de 0,4%, que dejó la inflación en doce meses en 1,7%. Esto abre la puerta a un relajamiento adicional de la política monetaria durante los próximos meses, ya que con la TPM en 2,5%, volvemos a un terreno de tasa real positiva, bastante superior a los niveles de los últimos tres años, en que la TPM corregida por el IPC promedió un valor negativo de 0,8% anual.



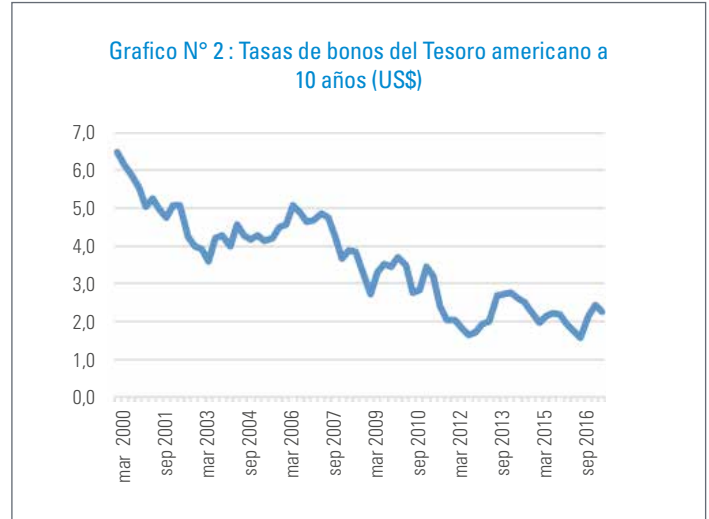
## LA RELEVANCIA DE LAS COMISIONES

Como dijimos anteriormente, continúa sorprendiendo a la baja la actividad económica. El IMACEC de junio mostró un crecimiento de solo 1,3%. Como vimos en el reporte anterior, esta menor actividad económica tiene el potencial de afectar el balance de los bancos y la solvencia del sistema financiero, que requiere entonces de monitoreo. La tabla a continuación muestra datos claves relativos a la solvencia del sistema bancario, durante los últimos cinco años, y que evidencia que a pesar de la situación más exigida, la solidez del sistema ha tendido a mejorar.

	Patrimonio efectivo / Activos ponderados por riesgo de crédito (%)	Capital básico / Activos totales (%)
may-12	13,47	6,94
may-13	13,42	7,33
may-14	13,15	7,02
may-15	13,35	7,08
may-16	13,27	7,34
may-17	13,53	7,48

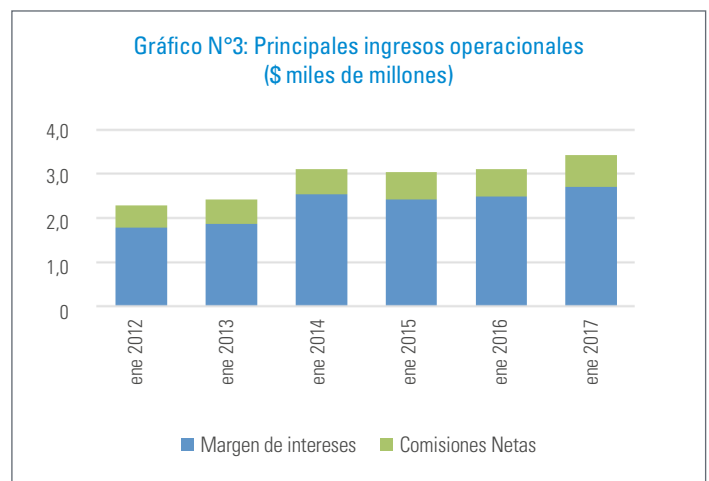
En paralelo hay una tendencia mundial de más largo plazo hacia la reducción de tasas. Poblaciones de mayor edad y con mayores expectativas de vida, requieren mayor nivel de ahorro para financiar la vejez, lo que aumenta la oferta de ahorro. Al aumentar la oferta de ahorros disminuye la tasa –la rentabilidad de los ahorros-, lo que a su vez hace que se requieran más ahorros para la vejez entrando en un círculo vicioso de mayor ahorro y menores tasas. Según algunos analistas de mercado, esta situación de menores tasas llegó para quedarse. El Gráfico N° 2 muestra la tendencia decreciente de las tasas de largo plazo en el mundo.

Un escenario de tasas bajas unido a la menor actividad económica, pone presión sobre la banca. La menor actividad puede afectar la capacidad de pago de los distintos agentes, aumentando la tasa de incobrables y disminuyendo la utilidad, lo que en un caso extremo podría incluso poner en riesgo la solvencia del sistema. En paralelo, el escenario de tasas bajas dificulta el modelo de negocios de los bancos basado en el spread (no es lo mismo cobrar 1% cuando la tasa es 10% y dicho spread representa un porcentaje menor del costo del crédito, que cuando la tasa es 1% y el spread duplica el costo del crédito), lo que también presiona las utilidades a la baja.



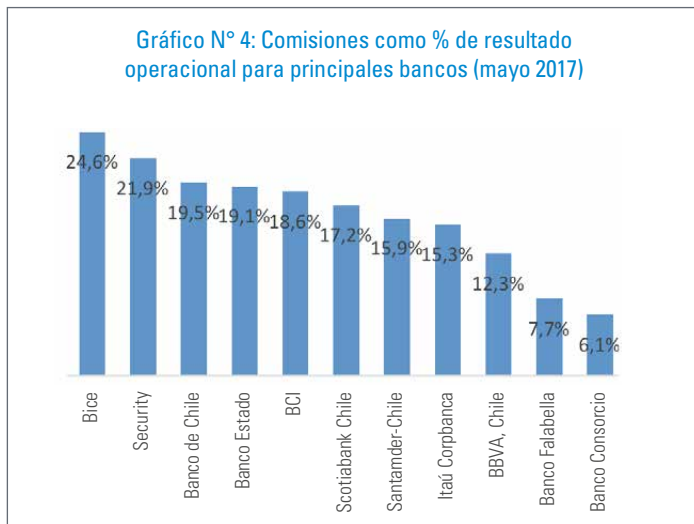
Fuente: B. Central

A nivel global la respuesta de la banca a este fenómeno ha sido una migración hacia un modelo de negocios basado en comisiones más que en spread. En Chile, en los últimos cinco años el ingreso por comisiones permanece relativamente estable como porcentaje del resultado operacional. Según el reporte de abril, un 67% de los ingresos de la Banca provienen de diferencial de tasas, mientras un 17,4% de comisiones, de acuerdo a lo que se puede observar en el Gráfico N° 3.



Fuente: SBIF

Con todo, esta realidad es heterogénea entre distintos actores, donde la banca tradicional muestra los mayores niveles de dependencia -en términos relativos- de comisiones como fuente de ingreso (aunque aún alejado de los niveles observados en países desarrollados donde la transición ha sido más rápida).

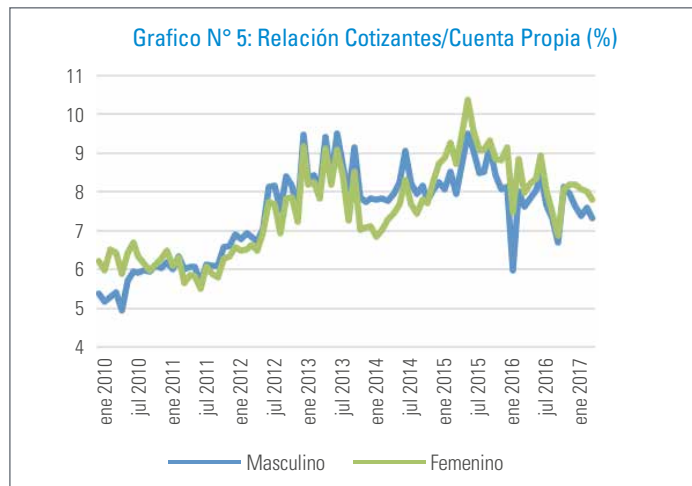


Fuente: SBIF

## LA IMPORTANCIA DE LOS INDEPENDIENTES

En los últimos cuatro años, de acuerdo a la encuesta de empleo del INE, los trabajadores por cuenta propia han aumentado en 263 mil, mientras que en el mismo período el empleo asalariado ha aumentado por debajo de esa cifra, en 229 mil (menos de 60 mil promedio por año). Además de que en general el empleo por cuenta propia es más inestable y peor remunerado que el empleo asalariado, preocupa también que en general no tiene cotizaciones de seguridad social. Si esta situación se mantiene hacia adelante, el problema previsional se podría agravar a futuro, lo que queda de manifiesto al analizar las cifras de la Superintendencia de Pensiones. En efecto, si tomamos los últimos cuatro años para los datos de cotizantes, vemos que los cotizantes independientes han aumentado en algo menos de 13 mil, mientras que los cotizantes dependientes aumentan en 291 mil, por sobre la cifra de aumento de empleo asalariado, lo que podría ser un reflejo de mayor cumplimiento de las leyes laborales por parte de los empleadores.

Si analizamos el porcentaje de cobertura, los resultados parecen muy preocupantes, como puede verse en el Gráfico N° 5, separado por sexo. Lo primero que vemos es que un porcentaje muy reducido de los trabajadores independientes cotiza. Tomando la relación entre cotizantes independientes y trabajadores por cuenta propia, menos de un 10% como promedio contribuye, mientras que para los trabajadores asalariados esta relación es de casi un 90%. Durante el período 2010 -2013 se observó una tendencia positiva en la cotización de independientes, que pasó de cifras en torno a 6% a algo más de 9%. Sin embargo, este comportamiento se ha revertido en los últimos años, a pesar de la creciente preocupación de la opinión pública por el tema previsional.



Fuente: Elaboración propia en base a INE y SP.

Lamentablemente, a pesar de la gravedad que este tema tiene a futuro, ni las políticas públicas ni el discurso político contribuyen a la solución, y por el contrario, parecen ser agravantes del problema. De acuerdo a la reforma previsional del año 2008, la cotización obligatoria de trabajadores independientes debía iniciarse el año 2015, luego de que a partir de 2012 se inició la cotización voluntaria por parte de este tipo de trabajadores (que tuvo bajísimos porcentajes de adhesión). Sin embargo, la Ley N° 20.894 de enero de 2016, apoyada sin votos en contra tanto por la Cámara de Diputados como por el Senado, postergó esta obligación para el año 2018. Seguramente el tema volverá a ser objeto de modificaciones legales, ya que de acuerdo a la Ley aprobada la obligación queda establecida sin gradualidad.

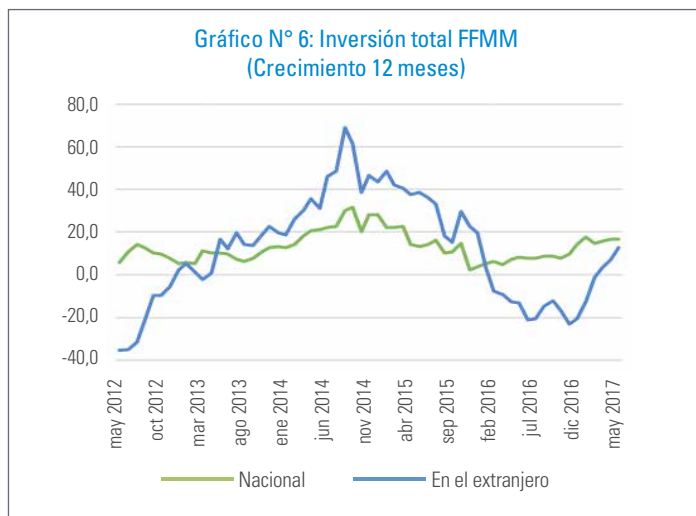
Preocupante es también el hecho de que los anuncios previsionales del Gobierno no contienen hasta la fecha materias relativas a los independientes, y por el contrario, al introducir cotizaciones de cargo del empleador, generan un incentivo a la informalidad laboral. Lo mismo puede decirse del discurso oficial, ya que al ser en términos generales crítico de las administradoras de fondos de pensiones, contribuye a la desinformación reinante, desmotivando a los trabajadores independientes a contribuir al financiamiento de sus futuras pensiones.

Existe un amplio consenso técnico de que la causa principal del problema previsional que enfrentamos es la falta de ahorro por parte de los trabajadores. El análisis anterior permite concluir que estamos retrocediendo en vez de avanzar en esta materia clave.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS INVERSIONES

Como se ha mencionado en versiones anteriores de este Informe, la industria de los Fondos Mutuos es uno de los principales inversionistas institucionales del país, administrando activos por cerca del 18% del PIB a 2016. En este número analizaremos los últimos movimientos en sus estrategias de inversión, tanto en Chile como el extranjero.

El Gráfico N° 6 muestra la evolución de la inversión total, según destino. Lo que se observa es que desde mediados de 2013 la inversión en el extranjero creció persistentemente más que la inversión nacional. Esta tendencia se revierte recién en los primeros meses de 2016, cuando el crecimiento anual de la inversión en el exterior muestra tasas negativas durante todo ese año.

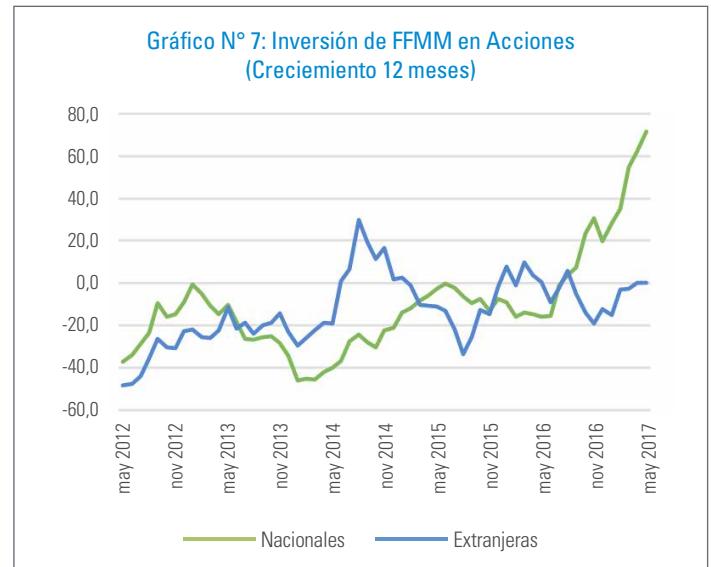


Fuente: SVS. Tasas de crecimiento calculadas sobre montos nominales en pesos.

Este patrón sigue muy de cerca la evolución de la economía chilena. La curva de inversión extranjera sobrepasa la nacional cuando comienza el actual ciclo de desaceleración de nuestra economía, a mediados de 2013. Si bien el bajo crecimiento persiste en la actualidad, probablemente la reversión observada en enero de 2016 se debe al pesimismo que dominaba a inicios de 2016 respecto a la economía mundial. Este, a su vez, contrasta con el optimismo sobre el crecimiento del mundo con que comenzó el 2017, que también se ve reflejado en el Gráfico N° 6.

Con los datos disponibles en la SVS es posible reconstruir una serie larga que muestra cómo ha evolucionado el apetito de los Fondos Mutuos por acciones nacionales versus extranjeras, que se muestra en el Gráfico N° 7

y abarca los últimos cinco años. El gráfico resulta ilustrativo puesto que refleja los distintos vaivenes que han sufrido las expectativas.

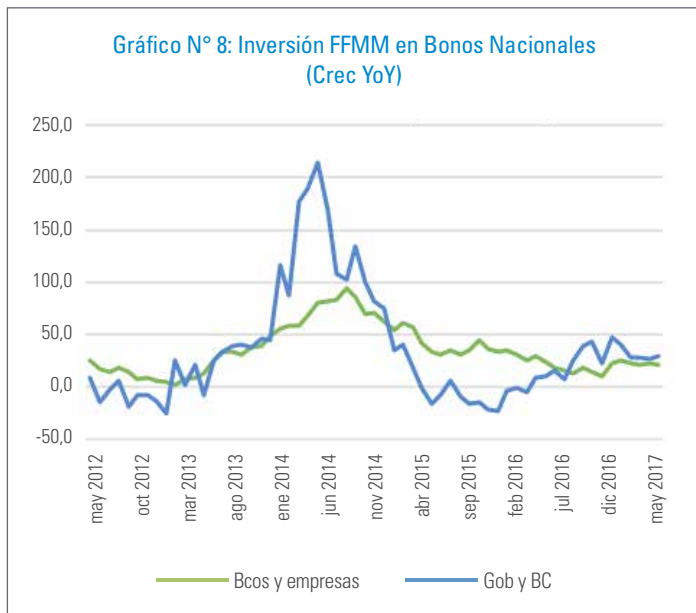


Fuente: SVS. Tasas de crecimiento calculadas sobre montos nominales en pesos.

Con el comienzo de la desaceleración a mediados de 2013, se produce una fuerte desinversión en acciones chilenas, mientras las extranjeras se mantienen estables. A mediados de 2014, quizá coincidiendo con la presentación de las reformas del actual Gobierno, la inversión en acciones foráneas muestra su mayor crecimiento en términos anuales. Las curvas se intercambian nuevamente a inicios de 2015, cuando se produjo el colapso de la Bolsa en China y en Chile se hablaba de los primeros brotes verdes. Esto dura sólo hasta finales de 2015, cuando la economía no repuntó y vuelven a predominar las acciones extranjeras.

Tal vez lo más notable sea el explosivo crecimiento que muestra la inversión en acciones locales desde finales de 2016. Si bien la desaceleración en Chile persiste, la pendiente que se observa se debe principalmente al rally que ha mostrado la Bolsa chilena en los últimos meses (tema abordado en nuestro informe CEF Análisis N° 1, mayo de 2017). Con el IPSA rozando los 5.000 puntos en los primeros meses de 2017, los Fondos Mutuos no se han quedado rezagados en esta ola. Si estos movimientos persisten a futuro dependerá, probablemente, de cómo evolucionen las expectativas políticas y de crecimiento para 2018.

En el Gráfico N° 8 construimos una serie de crecimiento anual de inversión en bonos chilenos, según sean privados o públicos. La inversión en bonos de empresas extranjeras no se muestra puesto que es muy volátil y faltan datos para varios meses.



Fuente: SVS. Tasas de crecimiento calculadas sobre montos nominales en pesos.

La inversión en bonos del Gobierno y el Banco Central muestra una variación más pronunciada que la inversión en bonos de bancos y empresas. La inversión en los primeros crece fuertemente en términos anuales entre enero y junio de 2014 aproximadamente. Luego, muestra una caída persistente hasta enero de 2016, probablemente siguiendo a grandes rasgos la baja en la tasa de política monetaria del Banco Central, que registró bajas desde octubre 2013 hasta volver a subir a finales de 2015.

Por el lado privado, aunque el movimiento es menos pronunciado, la caída que se observa desde mediados de 2014 probablemente se deba al paulatino deterioro de la posición financiera de las empresas chilenas, hecho que ha sido notado en los últimos Informes de Estabilidad Financiera del Banco Central.



## REFORMA A LA LEY DE BANCOS

En junio recién pasado, el gobierno finalmente envió la esperada reforma al sistema bancario. Según se informó, corresponde a la principal reforma de los últimos 11 años. Si bien se trata de una reforma grande, no hay que perder de vista el contexto histórico y la tradición de cambios graduales. Esta reforma responde a dicha tradición y se parece más a la reforma de 1997 que a la de 1986, generando cambios incrementales en la banca que, sin modificar de manera central su estructura ni organización, sí son relevantes y la fortalece.

En sus aspectos regulatorios para la Banca –salvo cosas menores-, el proyecto de Ley no toma a prácticamente nadie por sorpresa, pues homologa la regulación a Basilea III. Además el mercado esperaba esta reforma: hace años que diversos reportes indican que Chile se encuentra atrasado en su regulación, principalmente la resolución bancaria, el tratamiento del riesgo operacional y el del riesgo sistémico –incluyendo bancos “too big to fail”-. Respecto de lo primero, la propuesta establece una serie de medidas de intervención temprana, estableciendo un plan de acción preventivo, al tiempo que indica a quien se deben los potenciales interventores (y los protege legalmente). Con esta medida se limita la pérdida del Estado al tiempo que se hace responsable a los dueños. Un ejemplo interesante actual, es lo que sucede en España con la caída del Banco Popular. Debemos ser flexibles para –eventualmente- incorporar mejoras a este proceso fruto de dicha experiencia.

Respecto del segundo aspecto, la posición de partida de Chile con un índice de capital básico a activos totales de 7,48 se encuentra en la media de la OECD. Con todo, los nuevos requisitos homologan la regulación a Basilea III y los temas centrales de discusión son las definiciones de qué bancos tienen riesgo sistémico y cómo se calculan los ponderadores de riesgo. Cabe mencionar que estos temas han sido delegados tanto en el Banco Central como en la Comisión de Valores. Estimaciones indican que los nuevos requisitos de capital podrían sumar entre 3.500 y 2.500 millones de dólares –dependiendo si simultáneamente se homologan los ponderadores (un artículo transitorio mantiene los ponderadores actuales, lo que podría servir de señal)-, y los bancos tendrían hasta diciembre de 2024 para constituirlo.

No se puede decir lo mismo –que no hay sorpresas- respecto de la reorganización de la estructura regulatoria. Al fusionar la SBIF con la SVS quedan dudas no resueltas. Las principales se refieren a temas de (1) financiamiento e independencia (pues si bien se fusionan, se mantiene obligación del regulado de financiar al regulador), (2) organización interna y coordinación de la SBIF con la SVS, sobre todo durante la transición; y (3) separación de las funciones de fiscalización de solvencia y de conducta de mercado –y perímetro regulatorio, incluyendo su relación con el SERNAC. Hasta qué punto estos tres temas son áreas que deben ser tratadas en un proyecto de Ley, en un reglamento o en la implementación práctica –pues la SBIF ya tiene las facultades-, es un tema debatible.

### Los cambios que incorpora el proyecto de Ley

El proyecto de Ley contiene tres grandes medidas. Las primeras están orientadas a modificar la estructura e institucionalidad del fiscalizador, traspasando las facultades de la SBIF hacia la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). La segunda serie de medidas, se refiere a la adecuación de capital homologando criterios a Basilea III. La tercera serie de medidas se refiere a la regularización y resolución Bancaria.

El primer set de medidas se enmarca en una tendencia global que permite mirar el funcionamiento del mercado financiero como un todo. Hasta ahora, la regulación financiera opera en base al tipo de empresa –consistente con el giro único-, no según la función. Con el desarrollo de nuevas empresas y productos financieros, los límites entre por ejemplo un banco, un banco de inversiones, una cooperativa de ahorro y crédito y una compañía de seguros o un factoring empiezan a ser borrosos (un buen ejemplo es el caso de los créditos hipotecarios, que puede ofrecer más de un tipo de actor). Cuando los límites se vuelven borrosos comienzan dos tipos de problemas: el primero es de arbitraje regulatorio –distintos fiscalizadores y reguladores pueden utilizar distintos criterios frente a una situación similar- y por otro lado comienzan problemas de perímetros regulatorios (quien fiscaliza qué, eventualmente dejando aspectos sin fiscalizar o regular). El tener un único regulador financiero delimita responsabilidades, facilita la coordinación y genera accountability.

En el caso chileno, esta fusión de funciones si bien teóricamente razonable, puede tener problemas de implementación. La especificidad de la regulación bancaria –que actúa ex ante involucrándose en los procesos internos de la banca- difiere de la regulación financiera tradicional de emisores de valores, que establece criterios de información mínima y transparencia, actuando generalmente expost cuando estos principios no se cumplen. Al unir funciones





y culturas de trabajo muy distintas, se corren riesgos. Sin embargo, estos riesgos debiesen ser controlables y la experiencia internacional sustenta los beneficios de un regulador único (aunque esto es una pregunta empírica y lo importante es el resultado, no la estructura).

Otro elemento más marginal es el financiamiento de la comisión. A la fecha al menos en teoría, la SBIF tiene financiamiento directo de los regulados. Esto es posible porque se trata de una institución previa a la Constitución de 1980. Aunque algunos también la justifican porque no es barato tener la estructura reguladora de procesos que tiene la SBIF al interior de cada Banco, y sería razonable que el fiscalizado pague dichos costos. El mensaje del proyecto no se pronuncia respecto del destino de estos fondos ni su relación con los aportes directos de la Ley de Presupuestos (salvo en el último artículo transitorio, donde se indica que los mayores gastos serán financiados con el presupuesto de la Comisión). Aunque es un aspecto menor, tal vez podría ser clarificado por las consecuencias en la independencia del nuevo regulador financiero.

Respecto del segundo gran tema del proyecto de Ley, la adecuación a estándares de Basilea III, el mensaje es preciso. Se mantiene el nivel mínimo de patrimonio efectivo en 8% de los activos ponderados por riesgo. Se aumenta el requisito mínimo de capital Tier 1 de un 4,5% a un 6% de los activos ponderados por riesgo (dejando al regulador la facultad de excluir o ajustar la contabilización activos o pasivos de escaso valor de realización para garantizar la calidad de los activos). El proyecto establece que este capital Tier 1 adicional podrá estar constituido por acciones preferentes o bonos perpetuos (sin plazo de vencimiento), haciendo los ajustes necesarios en otros cuerpos legales para que se desarrolle el mercado y exista demanda de inversionistas institucionales.

También en línea con Basilea III, se incorpora un colchón de conservación de 2,5% de los activos ponderados por riesgo, el cual deberá estar conformado por capital básico (restringiendo el reparto de dividendos cuando no se cumple esta exigencia). Asimismo, el proyecto incorpora la facultad para que el Banco Central, previo acuerdo de la Comisión de Valores, exija un colchón contra-cíclico de hasta 2,5% de los activos ponderados por riesgo limitando el reparto de utilidades cuando este requisito no se cumpla. Los Bancos tendrán hasta el 2024 para hacer los ajustes correspondientes.

Para fomentar una adecuada gestión de riesgos, el proyecto otorga a la Comisión la facultad de requerir capital básico o patrimonio efectivo adicional por hasta un 4% de los activos ponderados por riesgo.

Cabe mencionar que para calcular los activos ponderados por riesgo, es fundamental conocer los ponderadores (actualmente definidos en la Ley). El proyecto propone flexibilizar la norma y permitir que sean definidos por la Comisión -con metodologías estandarizadas y validadas por el Banco Central de Chile (aunque en un artículo transitorio mantiene los ponderadores vigentes).

Finalmente, el proyecto incorpora el concepto de banco de importancia sistémica (too big to fail), otorgando facultades para exigir mayor capital y restringir ciertas operaciones, entre otras restricciones potenciales.

Respecto de la resolución bancaria, el proyecto mantiene y fortalece los actuales mecanismos para enfrentar problemas financieros. Sin embargo, la propuesta establece mayores sistemas de intervención temprana. Estos constan primero de un plan de regularización temprana, que permite monitorear el avance y nivel de cumplimiento de medidas destinadas a recuperar la situación del banco (incluyendo requisitos de información a la autoridad, quien además puede imponer prohibiciones al otorgamiento de créditos, celebración de determinados actos y contratos mientras no se soluciona la situación). La comisión tendrá la facultad para intervenir designando un inspector delegado o administrador provisional cuando no se cumpla dicho plan. Un segundo elemento es la capitalización preventiva, no solo mediante nuevos aportes sino también mediante un préstamo con otro banco (que en caso de no pago sería capitalizado).

En caso de designarse un interventor, la reforma propuesta indica que este deberá anteponer y resguardar los intereses de los depositantes y, en general, la protección de la estabilidad financiera (esto es relevante, pues podría pensarse que se debe a los dueños o acreedores, para quienes de manera consistente se elimina el convenio de acreedores).



Otras modificaciones incluyen el aumento de la garantía estatal a los depósitos a plazo, eliminando el límite de cobertura del 90% de las obligaciones y aumentando de 120 a 200 UF el límite de las obligaciones en un mismo banco que quedarán cubiertas por la garantía para depósitos a plazo (el monto total del beneficio para una misma persona en el sistema completo se aumenta a 400 UF). El proyecto también incluye el establecimiento de mayores exigencias para los directores de bancos y la protección legal del personal de la Comisión al administrador provisional, del inspector y del liquidador.

### Contexto histórico: las grandes reformas en Chile

La regulación bancaria chilena como la conocemos se origina en los años 20 fruto, en parte importante, de la visita de la misión Kemmerer proveniente de EEUU y liderada por el profesor de Princeton del mismo apellido. Dicha misión coincide con un movimiento global que luego de la Primera Guerra Mundial, busca regulaciones e instituciones para lograr cuatro objetivos: generar estabilidad política y monetaria, atraer inversión extranjera, controlar la inflación y ayudar a la preservación del patrón oro.

Es así como en 1925 e imitando el sistema norteamericano, nacen en Chile el Banco Central y la Superintendencia de Bancos (en conjunto con una nueva ley monetaria). El primero tenía la facultad de mantener reservas en el extranjero y el derecho único de emitir billetes; su misión era estabilizar la moneda nacional y regular la tasa de interés. La segunda fiscalizaba el sistema financiero (labor financiada por los mismos fiscalizados).

Luego de la gran depresión de los años 30, a partir de los 40 y hasta los 60 se entró en una etapa de mayor proteccionismo. Entre 1950 y 1970 el Banco Central fue tomando roles normativos y los bancos e instituciones financieras se desarrollaron al alero de éste, como entidades reguladas y sometidas a sus decisiones. Ello hasta que entre 1970 y 1973 durante el gobierno de la UP, prácticamente la totalidad de la banca fuera estatizada. A partir del golpe militar de 1973, se comienza un acelerado proceso de liberalización para reactivar la economía (incluyendo la liberalización del crédito y las tasas, la vuelta de bancos extranjeros a través de la igualdad de trato, como asimismo la licitación de paquetes de acciones por parte de la Corfo para devolver al sector privado los bancos expropiados)<sup>1</sup>. Durante este periodo se produce un gran crecimiento del sector (las colocaciones a PIB saltan de 10% en 1975 a 70% en 1982), aunque también se generan importantes desbalances fruto, entre otros, de la desregulación, del exceso de crédito internacional (los petrodólares), y del tipo de cambio fijo de la época.

A partir de 1982, con la restricción del crédito global y el aumento de tasas (la Libor se elevó de 9,4% en 1978 a 16,7% en 1981), se enfría la economía global, las firmas disminuyen su capacidad para hacer frente a obligaciones financieras y se desata la crisis financiera. Entre 1982 y 1986 se produce la devaluación y se interviene un 56% de la banca (14 bancos y 8 sociedades financieras). Este rescate –compra de la cartera de colocaciones de alto riesgo a valor nominal- implicó que el Estado pasara a controlar el 80% del sistema financiero privado (creando lo que el ministro de Hacienda Rolf Lüders llamó “área rara”).

Las principales causas de dicha crisis fueron el descalce de monedas, la falta de información respecto del riesgo efectivo de la cartera<sup>2</sup> y problemas de agencia e incentivos perversos por el alto nivel de créditos a partes relacionadas (50% del crédito era en moneda extranjera, y un 24% de las colocaciones de la banca posteriormente intervenida era a relacionados).

Luego de la crisis de 1982, se redacta la Ley General de Bancos (promulgada finalmente en 1986) con una estricta regulación bancaria. Esta Ley enfrentó los principales problemas detectados, implementando normas de clasificación de carteras según categorías de riesgo (a mayor riesgo, mayor provisión), estableciendo requisitos de mayor transparencia e información (incluyendo la publicación de la evolución patrimonial, el riesgo de cartera y límites estrictos para el crédito a partes relacionadas), limitando la garantía estatal a los depósitos y otorgando mayores herramientas y atribuciones a la SBIF para evaluar e intervenir en caso de necesidad. Asimismo permitió la emisión de quasi-capital. Estos cambios darían estabilidad al sistema.

<sup>1</sup> Luego de un corto experimento de “Banca Libre” entre 1974 y 1976, se retoma una regulación más exigente (aunque insuficiente como la crisis de 1982 mostraría).

<sup>2</sup> Existía una provisión general no relacionada al riesgo esperado de cada crédito, lo que permitía la renovación de créditos y recapitalización de intereses



Durante los siguientes 10 años el país tuvo diversos cambios que modificaron la situación de la Banca. Se desarrolló el mercado financiero, Chile se incorporó gradualmente al comercio mundial y llegaron nuevas tecnologías. La regulación requería modificaciones para acomodarse a dichos cambios. Primero la Ley N° 19.396 de 1995 da solución a la deuda subordinada originada en el rescate de los 80, transformándola en 40 cuotas fijas anuales de igual valor (pues a la fecha la deuda subordinada generaba un alto costo en intereses). Luego en 1997 se dicta la Ley N°19.528 que homologa la regulación local a las normas de Basilea I. Esta ley además de permitir la apertura y cierre de filiales locales, ayudó a la internacionalización permitiendo la apertura de filiales en el extranjero. Asimismo, se amplían las operaciones autorizadas directamente o a través de sociedades complementarias, incluyendo el corretaje de seguros, factoraje, custodia y transporte de valores, emisión de tarjetas de crédito y cobranza, originación (underwriting) de acciones propias, y en general cualquiera que la SBIF determinara<sup>3</sup>. Finalmente se incorporaron normas para facilitar la eficiencia y rebajar el costo de los servicios, aprovechando la tecnología existente.

Con posterioridad se han hecho diversos cambios, aunque menores comparados con los mencionados. Un listado corto aunque no exhaustivo con los principales cambios incluye la Ley N°19.705 de OPAS que homologa la regulación para fusiones y adquisiciones en la banca. La Ley N°19.769 aumenta requisitos de información para controlar la propiedad de un 10% o más de un Banco, al tiempo que reduce los requerimientos de capital para constituirlo –también se permiten garantías para créditos por parte de la matriz de bancos extranjeros-. La Ley N°19.913 introduce regulaciones para el lavado de dinero. La Ley N°20.190 MKII homologa algunas definiciones pendientes –capital básico y capital efectivo-, facilita las operaciones de derivados y aumenta límites para permitir grandes créditos sindicados, entre otros. La Ley N° 20.448 MKIII, autoriza la emisión de bonos para el financiamiento de créditos hipotecarios. La Ley N°2.679 permite al padre y la madre abrir cuentas de ahorro a sus hijos. La Ley N°20.720 hace ajustes para la nueva ley de quiebras. Finalmente la Ley N°20.950 autoriza la emisión de tarjetas de débito por entidades no bancarias y ajusta la regulación de los medios de pago.

### Contexto Internacional y regulación bancaria

La industria financiera, si bien opera localmente, tiene fuertes –y crecientes- vínculos globales. No sólo sus características son similares entre los distintos países, sino que además fruto del comercio internacional, están relacionados en la cadena de pagos. Cuando un actor relevante en esta cadena de pagos falla, como dejó en evidencia la quiebra del Bankhaus Herstatt's en 1974, se generan obligaciones y dificultades a través de distintas jurisdicciones, sobre todo cuando la regulación difiere entre ellas.

Para dar una respuesta a las implicancias de la liquidación y compensación de operaciones internacionales, en 1974 se crea al alero del BIS el Comité de Basilea, formado por países del G-10 más Suiza y Luxemburgo.

Este comité establece una serie de principios orientados a homologar la regulación bancaria global para, entre otros fines, hacer comparables los actores de sistemas financieros en distintos lugares del mundo. Es así como surge el primer acuerdo de capital de 1988, conocido como Basilea I.

**Basilea I:** Este acuerdo establece una serie de principios. Asimismo establece normas para medir la solvencia de los bancos y hacerla comparables entre diversos países. Estas normas incluyen:

- 5 categorías de activos ponderados por riesgo (0%, 10%, 20%, 50% y 100%)
- Capital mínimo de 8% de activos ponderado por riesgo
- Dos niveles de capital (Tier 1 & Tier 2), donde el Tier 2 (deuda subordinada) debe ser menor o igual al 50% del Tier 1

Posteriormente se introducen modificaciones para incorporar primero el neteo de las exposiciones crediticias en productos derivados (1995), luego el neteo multilateral (1996) y finalmente el uso del VAR para medir el riesgo de mercado en los modelos internos (1997).

A pesar de las modificaciones, con el desarrollo del mercado de derivados, incluyendo los nuevos instrumentos de cobertura y gestión del riesgo, queda en evidencia que Basilea I no sólo genera una posibilidad de arbitraje regulatorio (pues tiene similares requisitos de capital para diferentes riesgos), sino que además no promovía una buena gestión del riesgo, lo que lleva al surgimiento de Basilea II.

<sup>3</sup> Ya estaban autorizadas a operar por otras leyes como agentes de valores, corredores de bolsa, administradoras de fondos mutuos y de fondos de inversión y securitizadoras.



**Basilea II:** Para mejorar la gestión del riesgo, en 2006 el comité de Basilea plantea que los modelos internos deben estar integrados en los procesos de gestión de riesgos y de negocios del banco. Por lo mismo Basilea II opta por promover la gestión de riesgos a través de incentivos reduciendo el capital regulatorio.

Basilea II está basada en tres grandes pilares para la regulación de la solvencia bancaria. El pilar 1 es el capital mínimo exigible, el pilar 2 es el proceso del examen supervisor de los procesos internos y el pilar 3 es la disciplina de mercado.

El pilar 1 incorpora los riesgos de crédito, de mercado y operacional. Para evaluar cada uno de estos riesgos se proponen diferentes alternativas o metodologías:

- **Riesgo de crédito:** se proponen 3 alternativas. (1) el modelo estándar (basado en agencias clasificadoras que desagrega por tipo de crédito, pondera créditos minoristas diversificados en 75% y las hipotecas residenciales en 35%, y admite técnicas de cobertura de riesgo mediante uso de colaterales, garantías y netting); (2) el uso de modelos internos que pueden ser un modelo básico o uno avanzado y debe estar validado y auditado por la autoridad (estos modelos son intensivos en data e incorporan criterios respecto de la probabilidad de default –PD-, exposición al riesgo de crédito –EAD- y la pérdida dado incumplimiento –LGD-); y, (3) modelos de securitización.
- **Riesgo de mercado:** se utilizan principalmente modelos de Value at Risk. Los principales riesgos de mercado evaluados son los riesgos de tasa de interés, de precio de acciones, de tipo de cambio y de precios de commodities.
- **Riesgo operacional:** es la gran novedad de Basilea II, se estiman las potenciales pérdidas fruto de fallas en el proceso, errores del personal, de sistemas o acontecimientos externos. Se proponen tres formas alternativas de medirlo y calcular requisitos extra de capital. La primera es el Indicador básico que corresponde al ingreso promedio bruto de 3 años por un factor de 15%. El segundo método es el método estándar que divide el ingreso en 8 potenciales líneas de negocio (finanzas corporativas, trading y ventas, banca retail, banca comercial, compensación y liquidación, servicios de agencia, administración de activos y corretaje retail) asignando ponderadores que van desde 12% a 18%. El tercer método es el método avanzado, que usa eventos de pérdida: fraude interno, fraude externo, relaciones laborales, clientes, y otros para proyectar potenciales pérdidas por este concepto.

El segundo pilar, el proceso del examen supervisor intenta responder si los bancos cuantifican de manera adecuada sus necesidades de capital en función de sus riesgos. Para estos fines se basa en cuatro principios:

- El proceso para evaluar la suficiencia de capital (en función de perfil de riesgo y con estrategia consistente).
- Examina estrategias y evaluaciones internas de los bancos (suficiencia de capital y capacidad). Intervenir sólo cuando regulador no queda satisfecho.
- Bancos deben operar por encima de los coeficientes mínimos.
- Intervenir con prontitud a fin de evitar que el capital descienda por debajo de los niveles mínimos que exigen las características de riesgo (implica medidas correctoras).

Finalmente el tercer pilar, la disciplina de mercado, implica requisitos de divulgación de información respecto de la exposición al riesgo, la gestión de riesgos y la estructura y suficiencia de capital. También debe cumplir principios de pertinencia y materialidad de la información divulgada. Finalmente se requiere que exista una política formal de divulgación aprobada por el Directorio.

Lamentablemente Basilea II probó rápidamente, sobre todo luego de la crisis financiera del 2008, ser muy confiada en los procesos internos de la banca. Los incentivos a tomar riesgos excesivos, la complejidad de los modelos internos y mal uso de los modelos VAR (que no capturan el riesgo de cola o tail risk y que endogenizó los parámetros), más problemas de valoración de inversiones en trading (que en realidad eran del banking book y que permanecían de manera indefinida, sin liquidez y valorizados según modelos y no a valor de mercado efectivo), fueron la receta para una crisis global que muchos pensaron sería incluso una nueva gran depresión, similar a la de los años 30.

El proceso de aprendizaje fue rápido y pronto apareció el acuerdo de Basilea III que en muchos aspectos representa una vuelta a los principios básicos.



**Basilea III:** Uno de los focos de Basilea III es mejorar la capacidad del sistema bancario para hacer frente a situaciones de estrés. Con ello busca reducir el contagio hacia el sector real, reforzar la regulación micro-prudencial y agregar un enfoque macro-prudencial. Para lograr estos fines se toman las siguientes medidas:

- Se redefine el concepto de capital regulatorio y genera nuevos ratios mínimos (Common Equity Tier 1 -CET1-, es parte del tier 1 e incluye acciones comunes y las utilidades retenidas):
  - Ratio CET1 / APR debe ser mayor o igual a 4.5%
  - Ratio Tier1 / APR debe ser mayor o igual a 6.0%
- El ratio clásico de 8% de capital total se mantiene.
- Se agregan requerimientos de capital por riesgo de contraparte en operaciones con derivados, repos y financiamiento con valores.
- Ratio de apalancamiento se calcula sobre activos a valor contable y se suma a ratios tradicionales, eliminando una serie de “exenciones”.
- Colchón de conservación anticíclico de 2.5% de CET1 (adicional al mínimo) que permite aprovechar ciclo al alza y acumular capital. Si capital cae, se gatillan restricciones para el reparto dividendos
- Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) se calcula de manera de resistir un escenario de stress de 30 días, manteniendo activos líquidos de alta calidad (activos líquidos de alta calidad / flujos netos de caja de 30 días  $\geq$  100%)
- Ratio de Fondo Estable Neto (NSFR) debe ser mayor o igual al 100% (fondo estable / fondo estable requerido  $\geq$  100%)

Con estos cambios, lo que básicamente se hace es aumentar los requisitos de capital y evitar que para el cálculo de los activos ponderados por riesgo, de puedan eximir activos o bien utilizar ponderadores no consistentes con el riesgo de dichos activos.

### Efectos económicos para la banca

Desde el punto de vista puramente teórico, esta reforma incorpora efectos mixtos. Por un lado se amplía la garantía estatal y por otro se reduce el leverage, al tiempo que se reduce la libertad para repartir utilidades cuando no se cumplen condiciones mínimas de solvencia. Finalmente, en caso de insolvencia se aumenta el costo para el dueño y si la fiscalización opera de manera correcta, disminuye la competencia desleal aprovechando el arbitraje regulatorio.

El primer efecto es positivo para la banca. Una mayor garantía implica un “subsido” del estado al financiamiento vía instituciones reguladas del país. La garantía es una opción con valor positivo, que aumenta su precio a medida que un banco se acerca a la insolvencia (pues aumenta la probabilidad de ejercerla). Una mayor garantía implica que hay un mayor beneficio y por lo mismo, una reducción en el costo de fondos (aunque no es claro si este beneficio es traspasado a los clientes a través de una menor tasa).

El segundo elemento, el aumento de capital tiene dos aristas, una en el corto plazo pues podría darse una restricción de liquidez en el mercado que haga subir el costo de endeudarse (aunque el monto total requerido y el plazo para ajustarse a Basilea III, hacen suponer que este efecto debiese ser menor). La segunda arista es la disminución del leverage. Por un lado, ello implica que disminuye el riesgo para la deuda, lo que debiese a su vez hacer disminuir el costo de financiamiento vía deuda para la banca (cayendo las tasas en el largo plazo); aunque al mismo tiempo disminuye la rentabilidad esperada del capital pues disminuye la volatilidad (y disminuye el beneficio tributario de la deuda). Cómo se equilibre el mercado dependerá del apetito por riesgo y de la tasa que exijan inversionistas bajo estas nuevas condiciones. Al respecto sería interesante evaluar cómo interactúa la garantía con los mayores requisitos de capital. Si a la fecha el “subsido” de la garantía estatal está siendo traspasado a tasas, al disminuir el riesgo de default disminuye el beneficio de la garantía –pues la opción se aleja del “precio de ejercicio”- y las tasas debiesen tender a aumentar en el margen.

Respecto de la regulación, nuevamente tenemos dos efectos que van en dirección contraria. Por un lado –al menos en teoría- disminuye la competencia desleal de actividades no reguladas; mientras por otro aumenta el costo de falla y la pérdida asociada a los dueños, lo que implicaría una mayor exigencia de rentabilidad (y una mayor tasa).

En resumen, evaluar el impacto en el costo de financiamiento de la economía es complejo y tiene múltiples aristas. Con todo, más allá de efectos particulares de corto plazo que podrían aumentar el costo de funding de la banca (por problemas de liquidez), no esperamos mayores consecuencias para el largo plazo una vez que se incorpore el menor riesgo explícito de esta regulación en el precio.

## Conclusiones

Este proyecto actualiza la regulación bancaria chilena a estándares internacionales y representa una mejora respecto de la regulación existente. Ello es bienvenido pues permite a la Banca entrar al mundo global en igualdad de condiciones.

Las principales medidas del proyecto básicamente exigen mayor capital, lo que implica que los dueños tendrán una mejor alineación de incentivos. La Banca requerirá mayor capital sin duda. Para definir el monto por institución, queda definir aquellos bancos con importancia sistémica (a quienes se les exigirá un mayor requerimiento de capital) y el ponderador para calcular las necesidades de capital por tipo de activo. El proyecto es prudente en estas materias y genera grados de flexibilidad que son bienvenidos. Por un lado otorga facultades al Banco Central y a la Comisión para definir aquellos bancos de importancia sistémica; y por otro deja en el reglamento la definición de los ponderadores. Mientras se mantenga el prestigio técnico e independencia de los llamados a definir –aspecto que también mejora el proyecto-, consideramos que es una buena idea contar con estos grados de libertad de acción. No se debe olvidar que somos un país pequeño cuyo mercado financiero si bien es profundo, sigue siendo pequeño para los grandes mercados globales.

## Bibliografía

Drake, Paul W. . La misión Kemmerer a Chile: consejeros norteamericanos, estabilización y endeudamiento, 1925-1932. Revista de Estudios Históricos, Volumen 1, N°1 Agosto de 2004.

Carrasco, Camilo. “Volumen 14: Banco Central de Chile 1925-1964, Una historia Institucional”. Chile: Serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del Banco Central de Chile.

Held, G., & Jiménez, L. F. (1999). Liberalización financiera, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999. CEPAL.

Morand, L. (1997). Sistema bancario. Modificaciones legales. Motivo y descripción. Revista del Abogado N°11, Noviembre 1997.



# NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

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

	Fecha	Proyecto	Boletín	
SENADO	Votados	05-07-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que crea una nueva institucionalidad del sistema estadístico nacional.	10372-03
		04-07-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica el artículo 54 bis de la Ley General de Cooperativas, en lo relativo al límite de descuentos voluntarios en favor de cooperativas.	11199-03
		20-06-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica el Código del Trabajo en materia de discriminación e igualdad de remuneraciones de hombres y mujeres.	9322-13
		20-06-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que establece un nuevo gobierno corporativo de la Empresa Nacional del Petróleo. Enmiendas unánimes propuestas por las Comisiones, con las siguientes excepciones: Artículo 6° transitorio Norma que se pide revisión de inadmisibilidad Normas de quórum orgánico constitucional	10545-08
		14-06-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica la ley N° 19.496, sobre protección de los derechos de los consumidores, en lo relativo al derecho a retracto en los contratos de prestación de servicios educacionales.	11178-03
		14-06-17	Informe de la Comisión Mixta constituida para resolver las divergencias suscitadas durante la tramitación del proyecto de ley que modifica el decreto ley N° 3.500, de 1980, que Establece Nuevo Sistema de Pensiones, con el objeto de eliminar el beneficio de que gozan las AFP en materia de intereses de las cotizaciones previsionales adeudadas.	10708-13
	Informados Comisión Hacienda	05-07-17	Perfecciona la justicia tributaria y aduanera. Segundo informe complementario en Segundo trámite constitucional.	9892-07
		20-06-17	Regula el desarrollo integral y armónico de caletas pesqueras a nivel nacional y fija normas para su declaración y asignación. Segundo informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	10063-21
		14-06-17	Establece un nuevo gobierno corporativo de la Empresa Nacional del Petróleo. Segundo informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	10545-08
	Vistos Comisión Hacienda	05-07-17	Proyecto de ley que perfecciona la justicia tributaria y aduanera (Boletín N° 9.892-07).	9892-07
		13-06-17	Proyecto de ley que introduce modificaciones al marco normativo que rige las aguas en materia de fiscalización y sanciones.	8149-09
		13-06-17	Proyecto de ley que establece un nuevo gobierno corporativo de la Empresa Nacional del Petróleo.	10545-08
12-06-17		Proyecto de ley que regula el desarrollo integral y armónico de caletas pesqueras a nivel nacional y fija normas para su declaración y asignación.	10063-21	
CÁMARA DE DIPUTADOS	Votados	06-07-17	Aprueba el acuerdo entre el Gobierno de la República de Chile y el Gobierno del Estado de Israel sobre cooperación y asistencia administrativa mutua en materia aduanera.	10207-10
		05-07-17	Crea la XVI Región de Ñuble y las provincias de Diguillín, Punilla e Itata.	10277-06
		04-07-17	Establece un nuevo gobierno corporativo de la Empresa Nacional del Petróleo	10545-08
		22-06-17	Modifica el artículo 37 de la ley N° 19.496, sobre protección de los derechos de los consumidores, a fin de establecer nuevas obligaciones a los proveedores de crédito y a las empresas de cobranza extrajudicial.	10226-03
		20-06-17	Crea el Consejo Nacional y los Consejos de Pueblos Indígenas	10526-06
		15-06-17	Aprueba el Acuerdo de Sede entre el Gobierno de la República de Chile y la Entidad Binacional para el Proyecto "Túnel Internacional Paso de Agua Negra" (EBITAN), suscrito en Santiago el 6 y 9 de enero de 2017	11218-10
		13-06-17	Regula la elección de gobernadores regionales y realiza adecuaciones a diversos cuerpos legales	11200-06
		08-06-17	Modifica el decreto ley N° 3.500, de 1980, que Establece Nuevo Sistema de Pensiones, con el objeto de eliminar el beneficio de que gozan las AFP en materia de intereses de las cotizaciones previsionales adeudadas.	10708-13
	Informados Comisión Hacienda	06-06-17	Modifica la ley N° 19.300 de Bases Generales del Medio Ambiente, para someter el transporte, recepción, acopio y embarque de minerales al sistema de evaluación de impacto ambiental, y establece normas para el desarrollo de dichas actividades.	10629-12
		28-06-17	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Crea la XVI Región de Ñuble y las provincias de Diguillín, Punilla e Itata".	10277-06
		12-06-17	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, que "Aprueba el Acuerdo de Sede entre el Gobierno de la República de Chile y la Entidad Binacional para el Proyecto "Túnel Internacional Paso de Agua Negra" (EBITAN), suscrito en Santiago el 6 y 9 de enero de 2017".	11218-10
		08-06-17	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Crea el Consejo Nacional y los Consejos de Pueblos Indígenas".	10526-06
	Vistos Comisión Hacienda	05-06-17	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Regula la elección de gobernadores regionales y realiza adecuaciones a diversos cuerpos legales".	11200-06
	20-06-17	Se continuó con la tramitación del proyecto que "Moderniza la Legislación Bancaria".	11269-05	



# NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Del 1/6 al 10/7

Normativas en trámite (últimos 3 meses)				Normativas emitidas		
	Nombre	Resumen	Sujeto	Circular	Resumen	Sujeto
SBIF	Modifica el Capítulo 12-1 de la RAN	Nuevas disposiciones sobre requerimientos de capital para instrumentos derivados	Bancos	Circular 3623	Actualiza la nómina de Bancos, eliminando a Rabobank Chile luego de su disolución anticipada	Bancos
				Circular 3622	Agrega la nueva plaza El Tabo a la nómina de plazas (Anexo N°1 - Capítulo 5-1 de la RAN)	
SVS	Modifica Circular 2022	Modifica normas sobre forma, contenido y presentación de los estados financieros de las entidades aseguradoras y reaseguradoras	Seguros	Resolución conjunta SBIF-SVS-SP	Fija comisiones máximas que pueden ser pagadas con cargo a los Fondos de Pensiones por sus inversiones en FFMM y FFII (nacionales y extranjeros) y en FICE	FFMM y FFII
				NGC 419	Modifica normas relativas a la contratación del seguro de incendio y adicionales para inmuebles de establecimientos educacionales	Seguros
				NGC 418	Modifica la entrada en vigencia de la NCG 414 desde el 1 de junio al 5 de junio de 2017	Seguros
				OGC 997	Pone en conocimiento la Resolución conjunta SBIF-SVS-SP sobre comisiones máximas a cobrar a las AFP por inversiones en estos fondos	AGF
				OFC 996	Pone en conocimiento Circular 57 de la UAF, que obliga solicitar a clientes personas jurídicas o estructura jurídica una declaración que contenga datos de identificación suficientes sobre sus beneficiarios finales	Todos
				Circular 2224	Solicita aportes en cumplimiento del DL 1757, correspondientes a Junio 2017	Seguros
				OFC 995	Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable de Julio 2017.	Seguros
				OFC 994	Comunica tasa de interés de actualización - Julio 2017	Seguros
				OFC 993	Fija la tasa de descuento que deberá ser utilizada para la valoración de los pasivos de seguros correspondiente a mayo 2017	Seguros
				OFC 992	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a mayo 2017	Seguros
SP	NT 265	Modifica disposiciones sobre la devolución de aporte adicional pagado en exceso a las Compañías de Seguros. Desde ahora, si queda un remanente después de dicho pago, éste será propiedad del afiliado y deberá mantenerse en su cuenta personal	Seguros	Circular 1993	Tasa de interés para el cálculo de los Retiros Programados y las Rentas Temporales	AFP
	NT 264	Sobre cálculo del Ingreso Base para trabajadores independientes, para la determinación de su renta imponible	Todos	Circular 1991	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para el periodo julio de 2017	AFP
	NT 263	Incorpora las disposiciones para regular la inversión de los Fondos de Cesantía en activos alternativos	AFC	Circular 1989	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para el periodo junio de 2017	AFP
	NT 262	Incorpora las disposiciones para regular la inversión de los Fondos de Pensión en activos alternativos	AFP	Circular 1987	Informa rentabilidad de la cuota de los fondos de pensiones y costo previsional	AFP



### **DIRECTORA EJECUTIVA**

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

### **INVESTIGADOR ASOCIADO**

Juan Gabriel Fernández, PhD en Economía en la Universidad de Boston  
**jgfernandez.ese@uandes.cl**

### **INVESTIGADOR**

Cristián Cuevas, Magister en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile  
**ccuevas.ese@uandes.cl**

### **CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo 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.