

CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 6 / OCTUBRE 2017



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA

UN PRESUPUESTO FISCAL CON SORPRESAS

BANCA

**ACTIVIDAD Y COLOCACIONES: CONTINÚA
ESCENARIO DE BAJO CRECIMIENTO**

PENSIONES

**RENTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN ACTIVA DE
LA CARTERA DE LAS AFP'S**

MERCADO DE CAPITALES

**RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS DE COMERCIO DE
AMÉRICA LATINA**

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES

**TASA DE REEMPLAZO EN EL SISTEMA DE PENSIONES:
¿ES RAZONABLE COMO OBJETIVO DE POLÍTICA
PÚBLICA?**

**DISCUSIÓN Y ANÁLISIS DEL INFORME DE
PRODUCTIVIDAD DE LA REFORMA AL SISTEMA DE
PENSIONES**

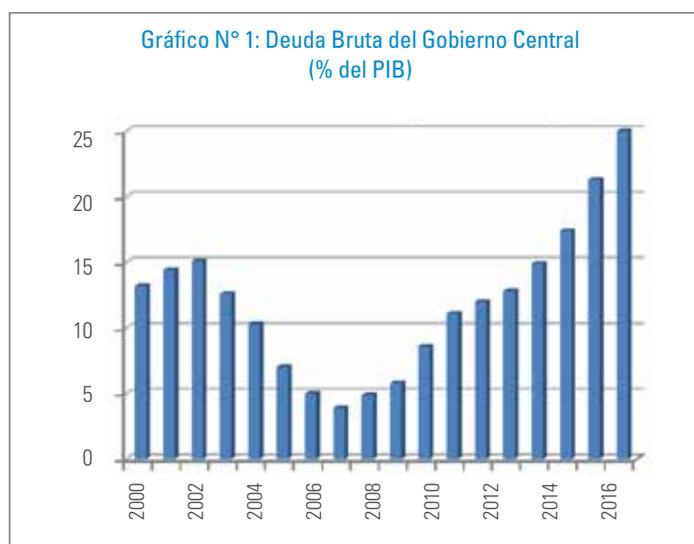
**NUEVA NORMATIVA
FINANCIERA**



UN PRESUPUESTO FISCAL CON SORPRESAS

Hace menos de dos meses, y generando una compleja situación política en el gobierno, se produjo el segundo cambio en el Ministerio de Hacienda, con la salida de Rodrigo Valdés, quien fue reemplazado por Nicolás Eyzaguirre. Los primeros planteamientos del nuevo Ministro se centraron en dos puntos: recuperar el crecimiento y mantener una estricta disciplina fiscal. Tenía como aval el hecho de haber sorteado con relativo éxito una compleja situación de las cuentas públicas durante el gobierno de Ricardo Lagos, estando a cargo del mismo Ministerio.

Debe señalarse que mantener la disciplina fiscal no es sólo un discurso necesario en virtud del cargo, ya que en la situación actual es un requisito fundamental para mantener la confianza en el país. Esto luego de un fuerte aumento de la deuda pública (pasaría de un 12,7% del PIB en 2013 a un 25% este año), dos rebajas de clasificación, y una tercera altamente probable. El deterioro se explica en gran parte por un programa de reformas muy expansivo, cuyo costo está resultando bastante superior a lo estimado en el programa de gobierno.



Fuente: DIPRES.

En este marco, fue una sorpresa negativa el que se determinara un aumento de gasto fiscal de 3,9% real para 2018, cuando gran parte de los analistas, Banco Central incluido, habían señalado que la expansión del gasto no debería ir más allá de un 3% real. Debe mencionarse además, que las proyecciones fiscales de mediano plazo realizadas hace un año atrás nos informaban que los ingresos proyectados, aun cuando se mantuviera una situación deficitaria, resultaban insuficientes para financiar los compromisos de gasto ya adquiridos por leyes aprobadas y proyectos en discusión (lo que eufemísticamente se denominaba "holguras negativas"). El gasto sin financiamiento para el período 2018-2020 sumaba cerca de US\$1.800 millones, mostrando además una tendencia creciente.

Durante el último año se han seguido generando nuevas iniciativas de gasto (sólo la Reforma Previsional significa un costo fiscal en régimen de US\$1.600 millones anuales), por lo que se esperaba que las estimaciones de mediano plazo mostraran una estrechez de recursos aún mayor. Sin embargo, en este aspecto también hubo una sorpresa, porque ocurre lo contrario, y ahora la Dirección de Presupuestos proyecta holguras de ingreso positivas, por US\$1.100 millones entre 2019 y 2020 y de US\$1.190 para 2021, cumpliendo además la meta de reducir el déficit estructural en 0,25 puntos del PIB por año. Si bien se ha producido una mejoría en el precio del cobre de largo plazo estimado por el comité de expertos, de US\$2,56/libra a US\$2,77/libra, lo que genera mayores ingresos cíclicamente ajustados, al mismo tiempo se redujo la estimación del crecimiento de tendencia, de 3% a 2,6%, lo que impacta los ingresos en la dirección contraria. De hecho, si se comparan las estimaciones de ingresos cíclicamente ajustados realizadas hace un año y las actuales, éstas últimas son levemente inferiores, por lo que no son mayores ingresos lo que explica que ahora existan holguras positivas.

Sorprendentemente, se reduce la estimación de gastos comprometidos, lo que no parece tener lógica, si, como dijimos, se han continuado aprobando e introduciendo proyectos de ley que generan gastos. La discrepancia amerita mayor detalle de estos gastos por parte del Ministerio de Hacienda, ya que constituye un nuevo golpe a la credibilidad de la regla estructural.



En este contexto, parece más necesario un perfeccionamiento a la regla, ya que se puede afirmar con bastante certeza que ha perdido su calidad de ancla de la política fiscal. Basta decir que llevamos prácticamente una década de déficit estructural¹, y parece poco probable recuperar el equilibrio en un plazo razonable. De hecho, uno de los objetivos de la Reforma Tributaria era eliminar este déficit, no obstante lo cual, la estimación para este año del déficit estructural es de 1,7% del PIB, bastante superior al del año 2013, de 0,5% del PIB.

En pocas palabras, el proyecto de Ley de Presupuestos 2018 no hace la necesaria contribución para revertir el deterioro que se ha producido en la sostenibilidad fiscal.

Por otra parte, tampoco se estaría haciendo una contribución al aumento de la productividad, ya que prácticamente todo el aumento del gasto estaría explicado por gasto corriente, que crece un 4,8% real. El gasto de capital, que cayó un 5% real en 2016 y acumula una caída de 4% real entre enero y agosto, crecería un modesto 0,3% real. Estas cifras evidencian el fuerte sesgo hacia las transferencias de ingreso que ha tenido el actual gobierno (además de una pérdida de focalización), descuidando el impacto de la política fiscal en el crecimiento de largo plazo.

Gráfico N° 2: Resultado Estructural
(% del PIB)



Fuente: DIPRES.

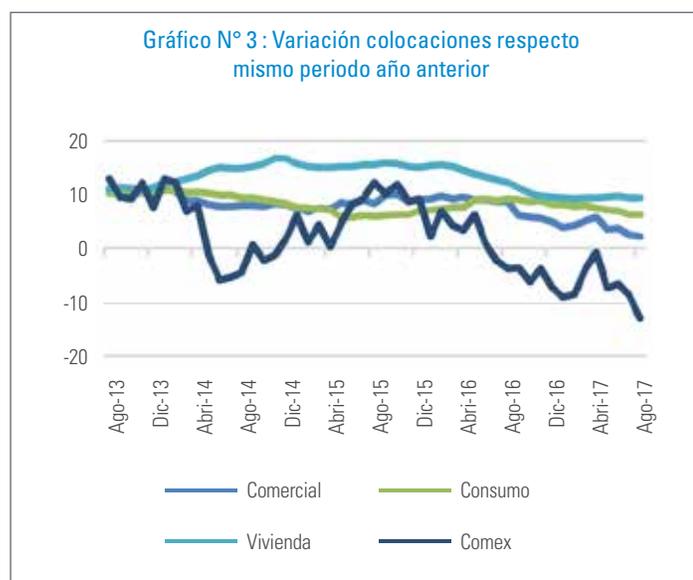
¹Es incluso difícil conocer cuál es el resultado estructural, ya que luego de una modificación realizada el año pasado, ya no se calcula con parámetros estructurales estables, sino que éstos van cambiando en el tiempo.



ACTIVIDAD Y COLOCACIONES: CONTINÚA ESCENARIO DE BAJO CRECIMIENTO

Durante el mes de agosto, las colocaciones mostraron un crecimiento de 3,56% en 12 meses o 0,25% respecto del mes anterior, el primer valor por debajo del 10% promedio de crecimiento observado en los últimos siete años, y el segundo representando la menor tasa de crecimiento mensual observada desde marzo de 2010.

Como vimos en el informe anterior, estas cifras se explican en parte por la caída en las colocaciones de comercio exterior cercanas al 13% (fruto de la apreciación del peso observada en el periodo), pero la baja actividad se extiende a créditos de consumo y comerciales (Gráfico N° 3).



Fuente: Banco Central.

Respecto de estas últimas –las colocaciones comerciales–, ellas mostraron un aumento de 2,16% cuando se observan los datos del Banco Central. Se debe considerar que el Banco Central hace una serie de ajustes para incorporar colocaciones de otras industrias. En efecto, al observar los datos de la Banca para el mismo indicador –previo a los ajustes del Banco

Central² – esta tasa muestra un crecimiento de 0,1% sobre el mes anterior, lo que lleva a una caída anual de -0,2%.

A pesar de esta caída –o tal vez a causa de ella en el escenario de enfriamiento de la economía–, los indicadores de rentabilidad se han mantenido en niveles, que si bien son más bajos que los observados hace algunos años, mejoran respecto del 2016 y hablan de una banca financieramente sana.

Rentabilidad sobre: (%)	AGOSTO 2016	JULIO 2017	AGOSTO 2017
Patrimonio a/impto	14,94	16,6	16,17
Patrimonio d/impto	12,08	13,0	12,76
Activos a/impto	1,27	1,4	1,34
Activos d/impto	1,02	1,09	1,06

Fuente: SBIF.

Esto último se corrobora al observar la tasa de mora y la cartera deteriorada, que con valores de 1,84% y 5,20% respectivamente para el mes de agosto, se mantiene en valores similares al del último año³ y no alcanzan a generar preocupación. Algo similar sucede con los indicadores de eficiencia, donde los ratios de gasto operacional a activos operacionales, a activos totales y a ingresos permanecen sin cambios.

Finalmente, respecto de la solvencia, es interesante observar lo que está sucediendo a la luz de la discusión en el Congreso. La reforma incorpora modificaciones de Basilea III, que exigen mayor capital regulatorio. Según un estudio de la ABIF, este requerimiento de capital puede alcanzar aproximadamente US\$2.000 millones, por lo que la duda es cómo está reaccionando la banca.

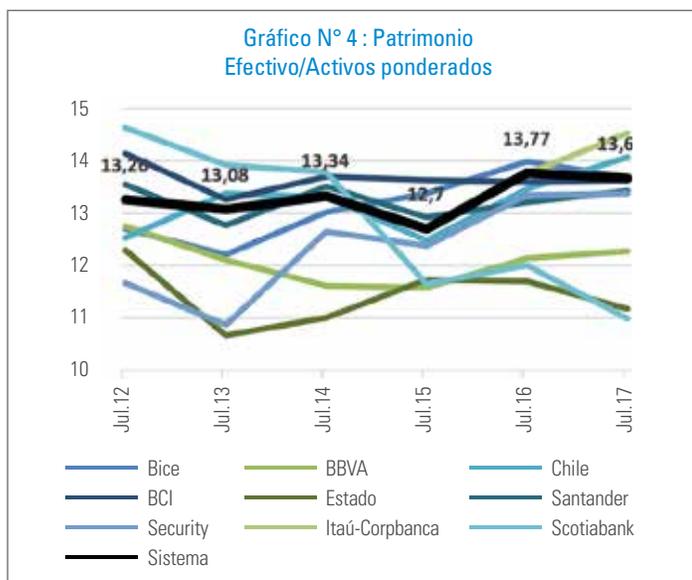
Al analizar los indicadores agregados –principalmente Patrimonio Efectivo sobre Activos Ponderados por Riesgo y Capital Básico sobre Activos Totales–, no se observan mayores cambios y se confirma la mejora respecto de 2015.

² Fuente: ABIF.

³ Salvo una mejora marginal estadísticamente no significativa.



Al ver el detalle a nivel de cada banco individual, existe gran diversidad. Sin embargo, esta diversidad desaparece en las instituciones con mayor actividad comercial (banca tradicional). Más allá de los casos puntuales del BancoEstado y Scotiabank –con los indicadores más bajos del segmento (y el BBVA en un nivel intermedio pero al alza)–, los niveles permanecen casi inalterados (el Gráfico N° 4 muestra la situación para el indicador de Patrimonio sobre activos. El indicador de Capital Básico muestra un resultado similar). Esperamos que a medida que avance la tramitación del proyecto de Ley y los mayores requerimientos de capital se vean cercanos, los bancos reinviertan parte de las utilidades para minimizar la necesidad de nuevas emisiones.



Fuente: SBIF.



RENTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN ACTIVA DE LA CARTERA DE LAS AFP'S

Cuando se compara entre distintos tipos de sistemas de pensiones, una arista fundamental para hacerlo es según cómo se calcula la "rentabilidad" de los aportes.

En sistemas de reparto con cuentas nocionales, las pensiones se pagan con lo que se recolecta de los actuales trabajadores. Por ello la "rentabilidad" es la tasa de crecimiento de los salarios reales (cuánto "ganan" hoy los trabajadores que pagan), ajustada por la tasa de empleo formal sobre la tasa de jubilados (cuántos trabajadores deben financiar a cada jubilado). En este tipo de sistemas, además de los problemas del envejecimiento de la población, no es posible diversificar el riesgo, pues están sujetos a los vaivenes del mercado laboral local. Tampoco existe posibilidad alguna de hacer una "gestión activa" para "seleccionar" los mejores salarios de los trabajadores activos y así "rentar más".

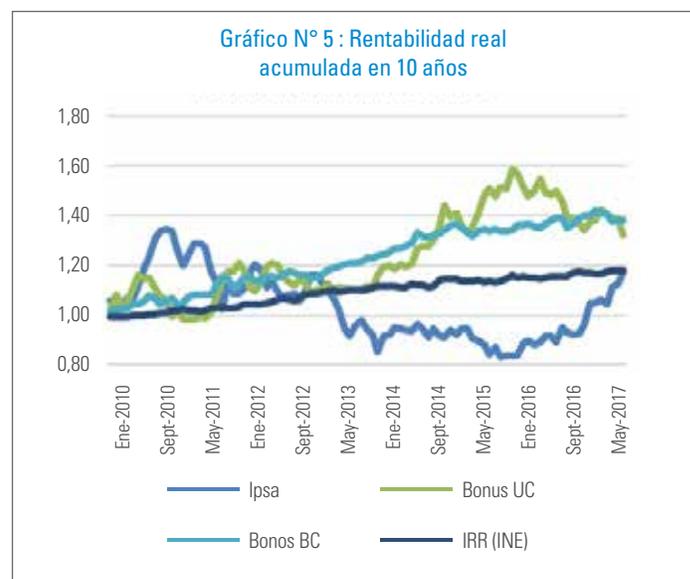
	PROM. MENSUAL		DESV. ESTÁNDAR	
	Desde 2010	5 años	Desde 2010	5 años
IPSA	0,24%	0,19%	3,90%	3,55%
BONO BC 10Y	0,35%	0,28%	1,18%	1,00%
BONO UST 10Y	0,34%	0,29%	2,91%	2,61%
IRR (INE)	0,18%	0,18%	0,50%	0,55%

Rentabilidad real en moneda Chilena (ajustada por inflación y tipo de cambio observado según corresponda).

Fuente: Elaboración propia en base a BCCH, Bolsa de Comercio, Yahoo Finance, INE.

Por su parte, los sistemas de capitalización "rentan" según la rentabilidad del capital. A través de una buena gestión activa (selección de las mejores opciones de inversión), se puede rentar más que el promedio del capital o en su defecto, rentar lo mismo pero con un menor riesgo. Los mercados financieros también permiten acceder a proyectos en diversos países, es decir, diversificar el riesgo local. Estos últimos dos elementos hacen que un actor central de los sistemas de capitalización sean los administradores de fondos.

Es así como distintos tipos de sistemas tendrán distintos tipos de "activos subyacentes". Cuando se compara el índice de remuneraciones reales del INE –activo subyacente de los sistemas de reparto– con la rentabilidad de las inversiones en activos financieros tales como la Bolsa Chilena (IPSA), Bonos del Banco Central a 10 años (BCU10) o bonos del tesoro norteamericano, queda en evidencia que la "rentabilidad" mensual⁴ de los mercados financieros ha superado ampliamente al aumento de los salarios reales (ver Tabla).



Fuente: Elaboración propia en base a BCCH, Bolsa de Comercio, Yahoo Finance, INE.

Sin embargo, los salarios reales muestran una menor volatilidad (medida por la desviación estándar) y la rentabilidad debe ajustarse por el riesgo de pérdidas implícito en el mercado financiero. En efecto, al comparar contra

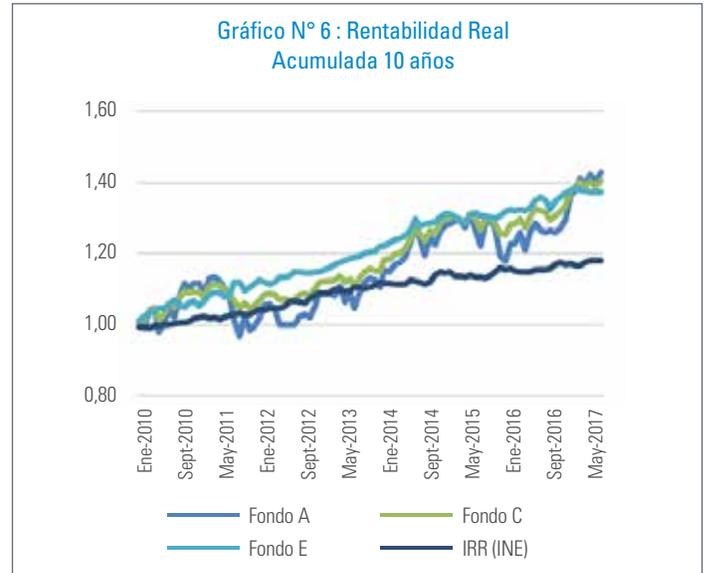
⁴ Medida en pesos chilenos y ajustando por inflación.



el índice de remuneraciones reales, el resultado de aportar 1 UF en enero de 2010 en los distintos tipos de “activos”, da como resultado al día de hoy que los bonos habrían rentado casi 40% más, mientras las acciones –fruto de la caída de hace algunos años– habrían rentado de manera similar al IRR y sólo gracias a la recuperación de los últimos meses (Gráfico N° 5)⁵.

Debe destacarse que si bien el índice de remuneraciones muestra un buen desempeño relativo, para llevar este desempeño a pensiones habría que corregir por los problemas en la tasa de empleo y envejecimiento de la población (centrales para un sistema de pensiones de reparto), y por lo tanto representa una comparación irreal de los beneficios.

El desempeño de los activos financieros, tampoco corrige por la gestión activa de los fondos, que al tomar decisiones de inversión pueden evitar las grandes caídas. En efecto, cuando se observa el mismo gráfico anterior comparando el resultado de la estrategia de inversión efectiva de las AFP contra el IRR (Gráfico N° 6), los resultados se revierten y los fondos de pensiones se transforman en la mejor opción de inversión.



Fuente: Elaboración propia en base a S.P., INE.

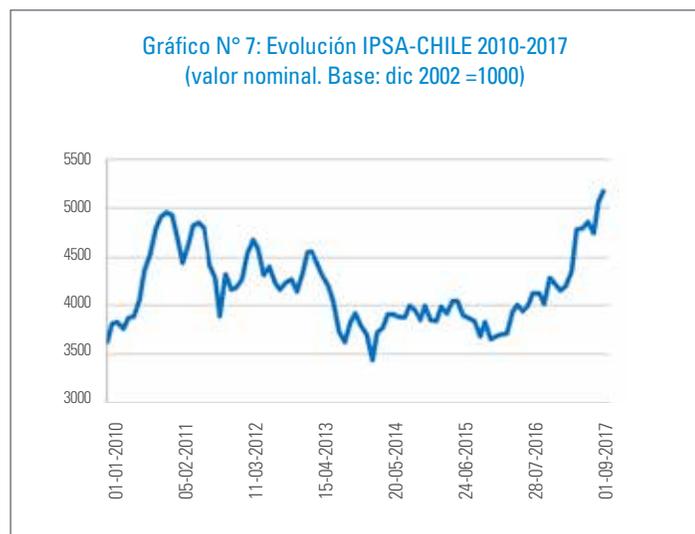
⁵Aunque este gráfico depende mucho del punto de partida, pues si se toman sólo los últimos años, se observaría que la bolsa ha rentado más, y también renta más bajo perspectivas de plazos más largos aún, relevantes para cotizantes jóvenes.

RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS DE COMERCIO DE AMÉRICA LATINA

Alza de la Bolsa chilena

La Bolsa nacional se ha visto envuelta en una racha de entusiasmo, ante una mejora en el ciclo económico y un posible cambio en la conducción política del país, que ha llevado tanto a inversionistas chilenos como extranjeros a apostar con fuerza en el mercado local.

El 5 de octubre, el IPSA llegó a los 5.439 puntos, sumando ganancias cercanas al 29% en lo que va del año. Entre las causas de la escalada alcista están el fortalecimiento del peso, la recuperación de las materias primas y el efecto positivo que está provocando el mayor atractivo de Latinoamérica. Además, durante los últimos dos años se ha evidenciado el regreso de inversionistas extranjeros. En el Gráfico N° 7 se presenta la evolución del IPSA entre enero de 2010 y agosto de 2017, en términos nominales.



Fuente: Bloomberg.

Durante los primeros días del 2016, el principal indicador de la bolsa chilena fue cayendo progresivamente hasta tocar el 20 de enero los 3.455 puntos, su mínimo en los últimos tres años.

Esto estuvo muy asociado a las expectativas sobre China, ya que no había claridad sobre si cumpliría sus proyecciones de crecimiento, lo que tenía a todos los *commodities* –incluido el cobre, que por esos días de enero estuvo cotizándose bajo la barrera de los US\$2 por libra– sufriendo la presión de una caída en sus precios, y, con ello, arrastrando a los países emergentes y exportadores de materias primas.

Pero la situación mejoró, y a partir de la última semana de enero de ese mismo año, la tendencia se virrió. Entre los meses de febrero y marzo se constató con fuerza la llegada de inversionistas extranjeros hacia las bolsas de América Latina, con especial interés en Brasil, ante la expectativa de mejoras en el panorama económico del país con el cambio de gobierno y el cambio de orientación hacia un enfoque más restrictivo en sus finanzas, lo que benefició a toda la región.

En cuanto a las materias primas, tras la brusca caída de precios sufrida a comienzos del 2016, los valores tendieron a estabilizarse. Actualmente el precio del cobre pasa por una muy buena racha, con un alza cercana al 23% durante este año. Si en diciembre del 2016 registró un valor de US\$2,5 la libra, a inicios de septiembre de este año alcanzó los US\$3,1, su valor más alto desde noviembre de 2014. En las últimas semanas se ha moderado la tendencia alcista, cerrando en torno a los US\$3 durante la primera semana de octubre.

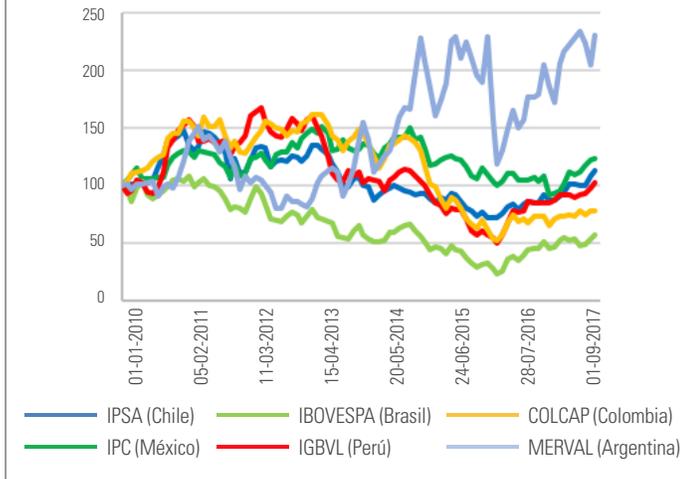
Recuperación de Bolsas de América Latina

En las Bolsas de Argentina, Brasil, Colombia y Perú también se observa un repunte a partir de principios de 2016, que coincide con el comienzo de la recuperación del precio de las materias primas. En el caso de México, hubo una nueva caída de la bolsa cuando Trump ganó las elecciones en EE.UU. Sin embargo, también muestra una tendencia al alza desde principios de 2016.

El Gráfico N° 8 muestra la evolución de los principales índices bursátiles de América Latina, medidos en dólares.



Gráfico N° 8: Índices Bursátiles AmLat
(base 100 = enero 2010, ajustado por TC)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de índices bursátiles de Bloomberg y datos de tipo de cambio del Banco Central de Chile.

A continuación, se presenta una breve reseña de lo que ha ocurrido con algunas de las bolsas de la región.

Inquietud en la Bolsa de Brasil

Al igual que el mercado chileno, a partir de comienzos del año 2016 este mercado también ha tenido una importante recuperación.

Los analistas coinciden en que la principal amenaza para la economía del gigante sudamericano, es una eventual crisis política. Esto se vio reflejado en el desplome de los mercados producido después de hacerse pública una grabación en la que el presidente del país, Michel Temer, se veía envuelto en un soborno al encarcelado ex-presidente de la Cámara de Diputados, Eduardo Cunha. Sin embargo, Michel Temer supo defenderse de las acusaciones, con lo que el mercado accionario de Brasil ganó tranquilidad lentamente, y es así como la mayoría de los precios de las acciones a la fecha no sólo ha logrado recuperar de manera íntegra las pérdidas sufridas en el mes de mayo, sino que incluso varias acciones ya alcanzaron niveles más altos a los que exhibían en ese momento, cuando se desató la crisis política.

Buenas noticias para la Bolsa Argentina

En Argentina, la llegada de Mauricio Macri a la presidencia fue una señal de movimiento hacia la economía de mercado, lo que impulsó un gran optimismo y dinamismo en la bolsa trasandina. A esto se suman los resultados de las recientes elecciones primarias que dieron un gran espaldarazo a Macri, siendo esto una señal de continuidad para el mercado.

De acuerdo a InversorGlobal, entre los motores de las recientes alzas en la Bolsa Argentina se destacan: el ajuste de las tarifas energéticas, el repunte en el precio del petróleo, la efectividad del blanqueo y sinceramiento fiscal impulsado por el Gobierno, las expectativas de crecimiento económico y el bajo precio del dólar.

Falta de dinamismo en la Bolsa de Colombia

Si bien las Bolsas de América Latina han exhibido un repunte a partir de 2016, el desempeño de la Bolsa colombiana no ha estado a la par de la región. Medida en dólares, ésta ha tenido una rentabilidad cercana al 7,5%; lejos del 11,5% de la Bolsa de Perú o del 29,1% de la Bolsa chilena.

Los analistas señalan que este rezago se debe principalmente al poco dinamismo que ha mostrado el mercado a pesar del aumento de la inversión extranjera, sumado a la incertidumbre generada hace algunos meses por la calificación de riesgo soberano del país.



TASA DE REEMPLAZO EN EL SISTEMA DE PENSIONES: ¿ES RAZONABLE COMO OBJETIVO DE POLÍTICA PÚBLICA?

Discusión y análisis del Informe de Productividad de la Reforma al Sistema de Pensiones

Introducción

El informe de productividad de la Reforma Previsional causó gran revuelo, principalmente por sus efectos potenciales en el empleo. El objetivo de este análisis, es focalizarnos en el aumento en la tasa de cotización —a través del fondo solidario— y el aumento del tope imponible desde la perspectiva de los objetivos de política pública y rol del Estado, para así aportar una nueva mirada a la discusión de la Reforma de Pensiones (actualmente en discusión en el Congreso).

Luego de analizar de manera crítica las principales modificaciones propuestas al sistema previsional y las conclusiones presentes en el respectivo informe de productividad, queda en evidencia una mirada respecto del rol del sistema de pensiones, donde más relevante que el nivel de las pensiones, es la tasa de reemplazo. En este artículo se discuten las tensiones implícitas en dicha mirada, sus consecuencias y potenciales efectos de la reforma propuesta en el largo plazo.

Finalmente, aunque un tanto inconexo y sólo debido al revuelo que causó el informe de productividad, al final de este análisis en el Anexo 1 incorporamos una sección donde se analiza la utilidad y necesidad de continuar con la elaboración de informes de productividad para proyectos de ley con impacto económico; y los beneficios y riesgos observados en dicha práctica a partir de la discusión de la propuesta de Reforma al Sistema de Pensiones.

I- El diagnóstico

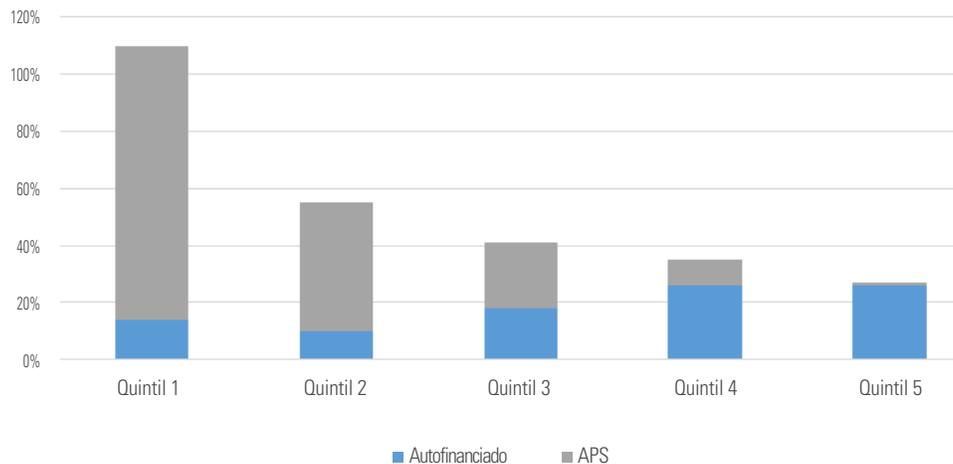
El informe de productividad de la Reforma Previsional, ingresada a tramitación como “Proyecto de Ley que crea Nuevo Ahorro Colectivo, aumenta la cobertura del Sistema de Pensiones y fortalece el Pilar Solidario”, mensaje 118-365, es un documento que por normativa debe acompañar la tramitación de proyectos de ley con impacto regulatorio. Este informe debe responder cinco preguntas: ¿Cuál es el problema que se quiere resolver?; ¿Cuáles son los objetivos que se buscan alcanzar?; ¿Qué opciones o alternativas de política se han considerado?; ¿Cuáles son los posibles beneficios de la propuesta? y ¿Cuáles son los posibles costos de la propuesta?

La primera sección de dicho informe muestra el diagnóstico, donde se destaca el bajo nivel de las pensiones autofinanciadas para un grupo importante de la población que ha cotizado en el sistema de capitalización individual (donde el promedio sin APS es de \$214.848, y con APS de \$230.528). Este problema estaría centrado en la clase media y en mujeres —donde la mediana de la pensión (sin APS) es de \$20.556, contra \$96.258 de los hombres—. Asimismo, la mediana de la tasa de reemplazo respecto del último ingreso, es de 12% para las mujeres y 33% para los hombres. Cuando a estas últimas cifras se le incorporan los aportes solidarios, la mediana de la pensión sube a \$88.055 para las mujeres y \$135.942 para los hombres.

Cuando se estratifica la tasa de reemplazo por quintiles de ingreso, se observa que se trata de un problema que afecta principalmente a la clase media, pues luego de ajustar por el APS, las personas de menores ingresos en promedio terminan con pensiones incluso superiores al ingreso del trabajo previo al retiro (la mediana de la tasa de reemplazo representa un 110% del último ingreso para el quintil más pobre de la población, como se observa en el Gráfico N° 9).



Gráfico N° 9: Mediana de la tasa de reemplazo respecto del último ingreso Pensionados 2007-2014



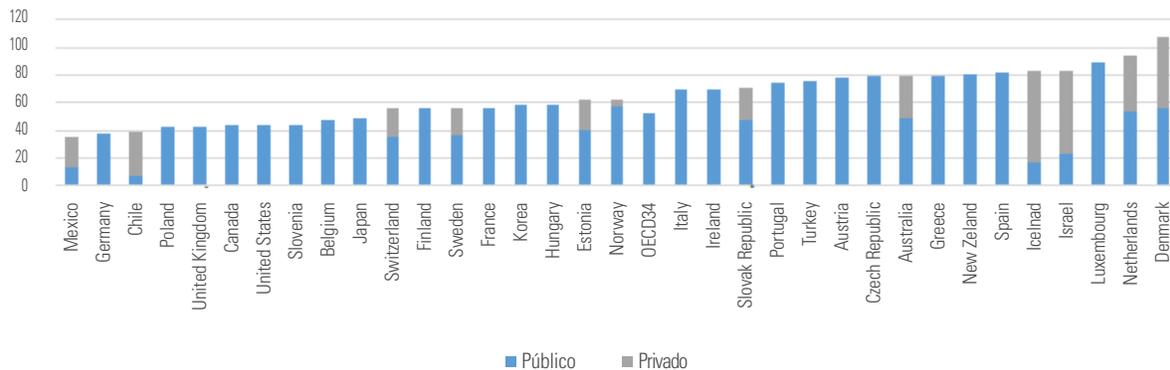
Fuente: Informe de Productividad Reforma Sistema de Pensiones 2017.

Efectivamente, al comparar las tasas de reemplazo del sistema chileno con países de la OECD, queda en evidencia que está en el rango bajo (Gráfico N° 10). Sin embargo, es muy importante destacar que estas tasas de reemplazo se logran en un sistema cuyos aportes en promedio son aproximadamente un 40% menos que los aportes de los otros sistemas, y con un costo fiscal –sobre todo en la actualidad en que ha disminuido el pago de los bonos de reconocimiento– relativamente bajo y muy focalizado en gente de bajos ingresos. Adicionalmente, en la medida que el país se desarrolla y el mercado laboral se hace más formal, el sistema tiende a mejorar disminuyendo la necesidad de aportes fiscales.

Por lo anterior, la tabla no hace una comparación justa de los sistemas, pues no ajusta ni por el porcentaje del ingreso que se aporta, ni por el número de aportes que se realizan a lo largo de la vida activa del trabajador. En un estudio de países de la OECD de hace más de 12 años (OECD, 2004), se indica que la tasa de informalidad del empleo en la gran mayoría de los países europeos no superaba el 15%, y esta informalidad en general no era 100% del tiempo, sino que parcial (se trataba de empleados formales que en sus tiempos libres dedicaba un número menor de horas a actividades informales). Es decir, la gran mayoría de los empleados contribuía al sistema de seguridad social sin lagunas de ningún tipo. Bajo estos supuestos, la tasa de reemplazo del sistema de pensiones chileno aumentaría a más de un 70%, por sobre el promedio de la OECD y con sólo un poco más de la mitad del aporte. Esto implica que de haber adoptado un sistema similar de capitalización individual la tasa de reemplazo en dichos países, hubiese sido al menos un 35% superior a lo que hoy obtienen (aun corrigiendo por la menor rentabilidad de sus mercados de capitales en los últimos 20 años, lo que los llevaría a tasas de reemplazo sobre un 100% el valor del último ingreso).



Gráfico N° 10: Tasa de reemplazo sistema de pensiones obligatorio (2014)

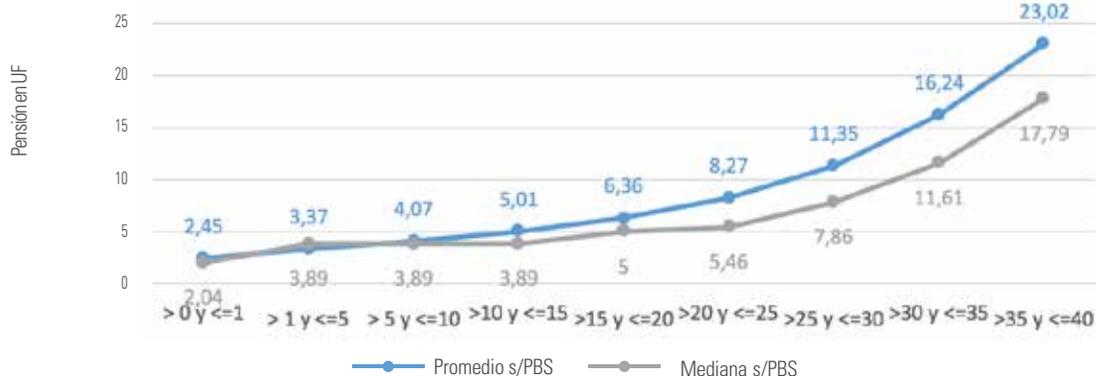


Fuente: OECD Pensions at a glance 2015.

Cuando se incorpora la variable “años cotizados” en el caso chileno, los trabajadores con cotizaciones continuas más que duplican la pensión promedio (ver Gráfico N° 11). El informe enfrenta este tema de dos maneras: por un lado reconoce que las bajas pensiones son fruto de los bajos ingresos; y por otro que existen grandes lagunas previsionales. Se identifican cuatro causas principales para la baja tasa de reemplazo observada: la baja tasa de cotización, la baja densidad de éstas (lo que unido a los bajos salarios de quienes muestran una baja densidad, exacerba el problema), el aumento en las expectativas de vida y una menor rentabilidad de las inversiones.

Sin embargo, el informe también muestra una alta correlación entre el tiempo en el mercado laboral y el ingreso (Tabla II.3), lo que hace que quienes tienen bajos ingresos al mismo tiempo tengan grandes lagunas. Lamentablemente, el informe no abre la situación por quintiles explicitando cuál es la tasa de reemplazo dentro del quintil en función del número de años cotizado. Sólo sabemos que la tasa de reemplazo es mayor a medida que disminuye el ingreso –el problema es menor para los más pobres–, pero no es posible identificar si se debe a bajos ingresos al inicio de la vida laboral –el quintil– o si se debe a las lagunas previsionales. Hubiese sido interesante acceder a esta información, pues permitiría un mejor diagnóstico.

Gráfico N°11 Pensión promedio y mediana autofinanciada según tramo de años cotizado



Fuente: Superintendencia de Pensiones 2017.



II- Análisis crítico de la tasa de reemplazo

Cuando se aumenta la tasa de cotización y el tope imponible, claramente se mejora la tasa de reemplazo. Pero, ¿es ello un objetivo deseable para los sistemas de pensiones?

Para entrar en esta pregunta es necesario entender la lógica de los sistemas de pensiones, los que buscan proteger a las personas financieramente luego de la jubilación. Para ello, existen tres niveles: el primero es el de protección social, que protege a quienes son incapaces de cubrir necesidades básicas y que en Chile se traduce en el pilar solidario. El segundo es el pilar obligatorio y es la respuesta para la gran parte de la población. Finalmente el tercer pilar es el pilar voluntario y está orientado a las mayores rentas para promover, sin forzar, el ahorro para la vejez.

Respecto del primer pilar, como se observa en el Gráfico N° 9 (construido a partir de los datos del informe de productividad), en el caso de Chile el aporte solidario logra que para la mayor parte del 20% más pobre de la población, sea más “rentable” ser jubilado que trabajar (la mediana de la tasa de reemplazo es de 110%). Independiente que el monto pueda ser considerado bajo, esta tasa de reemplazo es muy alta y continuar aumentándola –sin trabajar de manera paralela otros subsidios a gente de bajos ingresos no jubiladas– puede implicar una discriminación. No parece razonable que jubilados pobres desempleados estén, gracias a los subsidios del Estado, en mejor situación económica que padres de familia de igual condición que trabajan y que eventualmente tienen hijos dependientes. Si a lo anterior se suma que la población jubilada de bajos ingresos no debe pagar el 7% de la salud, el ingreso disponible es aún mayor.

Por lo mismo, desde un punto de vista de focalización del gasto y justicia social, si el objetivo fuese exclusivamente la tasa de reemplazo, debería ser cuidadosamente evaluada la conveniencia de seguir aumentando el pilar solidario. Pero la evidencia muestra que gente de bajos ingresos en general tiene alto desempleo y empleo informal, por lo que la tasa de reemplazo está siendo calculada –probablemente– sobre un ingreso muy bajo. Por todo lo anterior, consideramos que para el pilar solidario es necesario evaluar no sólo la tasa de reemplazo, sino que principalmente los costos de vida, incluyendo los gastos en salud y cuidados que aumentan con la edad, para evitar que personas de la tercera edad caigan en la pobreza y así permitir que tengan una vejez digna (aunque los subsidios deben ser consistentes con el nivel de ingresos de la nación, y siempre equitativos entre personas en distintas etapas de la vida⁶).

Respecto de los sistemas obligatorios de segundo pilar (ver Anexo 2), el tema puede ser más complejo. Estos sistemas buscan promover el ahorro, pero al forzarlo involucran al Estado en decisiones personales. Existen dos líneas de pensamiento que justifican este tipo de regulación. Por un lado se plantean como un seguro, pues en caso de no existir la obligatoriedad será el Estado y la sociedad quienes deberán hacerse cargo de las personas que en la vejez caen por debajo de la línea de pobreza. Una segunda línea de justificación, buscar dar respuesta a la “inconsistencia intertemporal” de los individuos⁷. En palabras simples, este problema significa que la gente cuando joven, al ver la vejez muy lejos no se prepara ahorrando; y al llegar a ella, se arrepiente de no haberlo hecho. Un porcentaje importante de las personas tiene exceso de optimismo respecto del futuro y cuando son exitosos, asume que las cosas continuarán y no ahorran e incluso aumentan el gasto (Mankiw, 1989). Lamentablemente, cuando se dan cuenta que no se dio este escenario, es muy tarde y es difícil recuperar el tiempo perdido: no sólo se han quedado sin ahorros, sino que también se acostumbraron a un mejor nivel de vida que ya no pueden sustentar. Existe amplia evidencia que muestra que este problema en el mundo de las pensiones es real, y que una gran parte de los individuos no es capaz de predecir de manera correcta sus preferencias ni condiciones económicas futuras.

Si se busca dar respuesta a la primera justificación, no tendría sentido hablar de la tasa de reemplazo, pues lo relevante es que el monto garantizado por los ahorros individuales o los impuestos de seguridad social, estén lo suficientemente lejos del mínimo que como sociedad nos hemos impuesto debe tener un adulto mayor.

El único caso en que la tasa de reemplazo se justifica como objetivo del sistema de pensiones, es frente a la “inconsistencia intertemporal”. Pero surge la duda si estas políticas son paternalistas y promueven la irresponsabilidad de las personas, pues no es clara la necesidad de hacerse cargo de la clase media. Cuando se legisla para garantizar cierta tasa de reemplazo, se está pensando que la población debe mantener en su vejez la calidad de vida que tuvo durante su vida activa (lo que puede ser deseable), pero en paralelo se da la señal que es el Estado el responsable de hacerlo.

⁶ Mención aparte merecen los incentivos de subsidios que dependen de la tasa de reemplazo (no es el caso del proyecto). Pueden existir incentivos a subcotizar o mantener la informalidad, lo que además de ser injusto con quienes trabajan formalmente, aumenta el costo fiscal de las medidas.

⁷ A veces se plantea también como respuesta a una tasa de descuento excesiva, pero como en este caso el bajo nivel de ahorro es la respuesta a preferencias personales, un sistema que obligue a ahorrar genera pérdidas de bienestar.



¿Es razonable regular pensando que la gente no es racional y se arrepentirá de sus decisiones? En la medida que el Estado se hace cargo de la clase media, la gente considera que la pensión es responsabilidad del Estado. De hecho, en el último informe de “Pensions at a glance” de la OECD (2016), se menciona la importancia de un diseño cuidadoso de los incentivos del sistema de pensiones, y medidas paternalistas van en la dirección contraria. También se menciona como algo central el diseño de la educación financiera, la cual puede ayudar a mejorar el conocimiento de las personas sobre cómo opera el mercado financiero, sus actitudes y sus talentos para administrar su retiro y ayudar a la toma de decisiones. La discusión es un tema abierto y posiciones más liberales estarán en contra de que el Estado obligue a ahorrar más allá de lo que como sociedad se ha definido es el mínimo aceptable, pues al final del día debiese ser decisión de las personas. Pero por otro lado, diversas encuestas muestran que existe una alta tasa de analfabetos financieros, para quienes será difícil entender el valor tiempo del dinero y ahorrar para la vejez. Para estos analfabetos financieros será deseable obligarlos a ahorrar, pues se puede argumentar que no son realmente libres cuando deciden no hacerlo.

Finalmente un caso extremo y exclusivo para los sistemas de capitalización, se da cuando los salarios y el costo de vida crecen más que la rentabilidad de los activos financieros. En este caso, a pesar que la persona haya sido responsable y ahorrado se puede terminar con tasas de reemplazo por debajo de lo esperado. En estos casos extremos, la duda es si se justifica entregar subsidios a personas con niveles de riqueza y calidad de vida superior a otros que no lo reciben.

En resumen, probablemente la justa respuesta a la discusión anterior es algún punto intermedio, donde el sistema se hace cargo de una tasa de reemplazo lo suficientemente baja como para mantener la responsabilidad personal, pero no tan baja como para generar descontento social. Al tiempo que se generan medidas para promover el ahorro voluntario a través del tercer pilar para lograr tasas de reemplazo acordes a las expectativas de la gente. Es probable que esta tasa de reemplazo mínima sea decreciente con el ingreso, donde rentas más altas no justifican una obligación de ahorrar y ayuda a comprender la lógica del tope imponible. Consistente con esto último, según datos de la OECD el promedio de la tasa de reemplazo de los países miembros está bajo el 53%⁸.

III- Las propuestas

Independiente de la discusión anterior, existe consenso en que el gran problema por el que las pensiones en Chile tienen una baja tasa de reemplazo, no son responsabilidad del diseño del sistema propiamente tal, sino de la definición de algunos parámetros críticos –como la tasa de cotización– y principalmente de las lagunas y la informalidad del mercado laboral. Últimamente se han sumado como preocupaciones la menor rentabilidad de los fondos y el aumento de las expectativas de vida que hacen que un sistema como el chileno –capitalización individual– se vea afectado, pues exige dividir un mismo ahorro en más periodos.

Si bien la rentabilidad del sistema ha sido alta y aproximadamente un 70% de los fondos de pensiones corresponden a utilidades fruto de la administración financiera de los aportes, para tener dinero en la cuenta individual y acceder a las rentabilidades primero es necesario cotizar (aportar al sistema). Por ello, un problema central es la no cotización de los trabajadores independientes e informales. Para los trabajadores dependientes es el empleador quien debe cotizar y se trata de una obligación legal, lo que minimiza el problema (según el informe, un 88% de los trabajadores asalariados cotizó en 2014⁹). Los trabajadores independientes no están obligados a cotizar, y en el 2014 sólo un 8,4% de éstos lo hizo. Cuando se observa el tiempo dedicado a los distintos tipos de trabajo entre 2009 y 2016, en el caso de los hombres un 53% fue dedicado al trabajo formal y un 25% al independiente (si no cotizó como independiente y sumando el periodo inactivo, implica lagunas de 47%). Estas mismas cifras para las mujeres son de 35% y 13% respectivamente (con lagunas superiores al 52%).

Frente a este diagnóstico, el proyecto propone un aumento del tope imponible, la obligación gradual de cotizar para trabajadores independientes –necesaria desde cualquier perspectiva y consistente con nuevos modelos de empleo a distancia– y un aumento de la cotización de 5% de parte del empleador para los trabajadores asalariados (y del mismo empleado en el futuro para los independientes), administrados por el Estado y donde dos puntos serán dedicados a subsidios inter e intra-generacionales.

⁸ Aunque este nivel se logra en promedio con mayores aportes y mayor formalidad laboral que en el caso chileno, tema importante para la siguiente discusión.

⁹ Si se utilizan datos de la Encuesta Nacional de Empleo (ENE), en el último trimestre de 2017 cotizó un 83% de los trabajadores asalariados (81.3% de los trabajadores dependientes incluyendo personal de servicio).



Las dudas respecto de este último modelo son múltiples. Por un lado está el cuestionamiento a la necesidad de duplicar la estructura existente en las AFPs (pues si bien en la administración de fondos las economías de escala son discutibles y puede ser lícita a bajo costo, la administración de cuentas deberá ser duplicada y el costo de esta función no es despreciable). También está la duda de los incentivos y conflictos de interés que podrían surgir en la administración de estos fondos. Pero incluso asumiendo que estos conflictos son bien administrados, permanecen dudas de consistencia.

Respecto del aumento del tope imponible, surgen cuatro dudas. La primera se refiere a la discusión anterior sobre el rol del Estado y el paternalismo. ¿Es necesario que el Estado se preocupe de las rentas más altas? La respuesta como vimos no es evidente y salvo el beneficio tributario implícito en esta medida para las rentas más altas, no se observan grandes cambios (aunque se debe reconocer que para el quintil de ingresos más altos, afectará positivamente la tasa de reemplazo). La segunda arista es para individuos con alta volatilidad en sus ingresos, quienes a través de este aumento se verían obligados a ahorrar más en periodos de “vacas gordas” (aunque el ahorro precautorio de labores con alta volatilidad aumenta, lo que lo haría redundante). El tercer elemento de discusión es el impacto en el ahorro voluntario, pues podría generarse un desplazamiento donde se reemplace ahorro voluntario por otros mecanismos. Finalmente, la cuarta arista es la cotización de salud, que debiese discutirse de manera conjunta y ha sido totalmente excluida de la discusión¹⁰. Con todo, no se observan grandes alteraciones asociadas a esta medida más allá del costo fiscal fruto de la menor recaudación.

Respecto del aumento de la cotización en cinco puntos con cargo al empleador, de los cuales dos irían a un fondo solidario, también hay algunos aspectos que merecen discusión. Si estos cinco puntos fuesen íntegramente a una cuenta individual, más allá de los problemas de eficiencia y conflictos de interés potenciales que hacen que se cuestione la conveniencia de esta figura respecto de la alternativa de simplemente aumentar la cotización en los Fondos de Pensiones, eventualmente serían neutros para el mercado laboral –en el largo plazo si se implementa de manera gradual–. Si se confía plenamente en la capacidad de administración del Estado, serían positivos para aumentar la tasa de reemplazo sin generar mayores ineficiencias en el mercado laboral¹¹.

Otra situación es lo que sucede con el fondo solidario. Esto último representa un impuesto al trabajo con uso específico, e incluso si confía plenamente en la capacidad de administración del Estado, genera incentivos a aumentar –y no disminuir– la informalidad, que es la principal causa del problema según el diagnóstico del informe de productividad.

Dentro de este modelo solidario, por una parte están las transferencias intergeneracionales y por otra las intrageneracionales. Las primeras se explican por la falta de recursos actuales para financiar una mejora de las pensiones de los actuales jubilados y representan un impuesto al trabajo formal. Cabe preguntarse respecto de la justicia que sean los trabajadores formales quienes deban soportar el costo social de los jubilados que hoy no pueden acceder a pensiones dignas, y que para peor se haga con tope imponible (es decir, proporcionalmente los ingresos más altos aportan menos, y los dueños del capital no pagan). Como política pública este modelo es, al menos, discutible y genera incentivos que van en la dirección contraria a la promoción del trabajo formal, pues lo encarece. Finalmente, respecto de las transferencias intrageneracionales desde las cotizaciones más altas hacia las más bajas, se repite el argumento anterior sobre la mejor forma de financiarlas, pero se rescata el fondo de éstas. Representan un modelo que fomenta la cotización y que permite mayores grados de aseguramiento intrageneracional, y aunque requieren una mirada cuidadosa a los incentivos a subcotizar para recibir subsidios (que deben ser cuidadosamente evaluados, por ejemplo, incorporando consultas al SII sobre otras fuentes de ingresos y activos del grupo familiar), van en una dirección que consideramos es correcta.

Referencias

Australian Government. (2014). The Australian Government Guide to Regulation. Commonwealth of Australia, Department of the Prime Minister and Cabinet. Retrieved from www.cuttingredtape.gov.au

Diamond, P. (1989). The Economics of Social Security Reform. NBER Working Paper No. 6719.

Libertad y Desarrollo. (2017). Informes de productividad: en la dirección correcta. Santiago: Temas Públicos N°1307, LyD.

¹⁰ Un quinto elemento podría ser la comisión de la AFP, pero se asume que se mantendrá como proporción del ingreso imponible.

¹¹ Aunque se debe considerar el impacto en el costo fiscal de este aumento, pues al ser de cargo del empleador, será difícil incorporar su costo en la negociación colectiva de los empleados fiscales.



Mankiw, J. Y. (1989). Consumption, Income, and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence. NBER Macroeconomics Annual, 4 185-216.

OECD. (2004). Ch5: Informal Employment and Promoting the Transition to a Salaried Economy. In Employment Outlook. Paris: OECD Publishing.

OECD. (2012). Recomendación del consejo sobre política y gobernanza regulatoria, Consejo de Política Regulatoria de la OECD. Paris: OECD Publishing.

OECD. (2016). Regulatory Policy in Chile: Government Capacity to Ensure High-Quality Regulation, OECD Reviews of Regulatory Reform. Paris: OECD Publishing. doi:<http://dx.doi.org/10.1787/19900481>

Anexo 1- Objetivo general de los informes de productividad

Atendido el revuelo causado por el informe de productividad de la Reforma al Sistema de Pensiones, surge la duda respecto del origen de este tipo de publicaciones. Por qué se publicó este informe, quién definió su contenido y cuál es el objetivo buscado al publicar, de manera genérica, los reportes de productividad asociados a proyectos de Ley son preguntas que requieren una respuesta.

El 2012, el consejo de política y gobernanza regulatoria de la OECD publicó un reporte de buenas prácticas en la materia (OECD, 2012), que en su punto 4 recomienda explícitamente: *“Integrar la Evaluación de Impacto Regulatorio (EIR) a las primeras etapas del proceso de diseño de políticas públicas para formular proyectos regulatorios nuevos. Identificar claramente las metas de política pública, y evaluar si es necesaria la regulación y de qué manera puede ser más efectiva y eficiente para alcanzar dichas metas. Tomar en cuenta los medios diferentes de la regulación y determinar la retribución de los diversos enfoques analizados para identificar el mejor.”*

A fines de febrero de 2014, el instructivo presidencial N°1 de 2014 incorporó parte de estos objetivos como obligación para la dictación de normativa emitida por instituciones del Estado. Durante el mismo año, se encargaron una serie de estudios para evaluar la situación en Chile. En 2016, la OECD entregó al Ministerio de Economía, en conjunto con el Ministerio Secretaría General de la Presidencia, un estudio donde se analizan y se entregan una serie de recomendaciones para fortalecer la institucionalidad y prácticas regulatorias en Chile (OECD, 2016). Este estudio se pronuncia respecto de las capacidades para formular regulaciones, la gestión regulatoria, cumplimiento, evaluación ex post y gobernanza en sus distintos niveles (incluyendo aspectos sectoriales de la regulación en materia de permisos de construcción, empresas de menor tamaño y gobierno digital; ver Anexo 1).

Fruto de éste y otros trabajos relacionados y promovidos, en parte por el Consejo Nacional de la Productividad, en el 2016 se emite el instructivo presidencial N°2 (Libertad y Desarrollo, 2017). Esta circular copia de manera inteligente la política Australiana (Australian Government, 2014), al establecer de manera obligatoria que los proyectos de ley con impacto regulatorio sean acompañados de un informe de productividad (al menos inicialmente para emitidos por los Ministerios que participan del Comité de Ministros del área Económica: Hacienda, Economía, Trabajo y Previsión Social, Obras Públicas, Transportes y Telecomunicaciones, Minería, Agricultura, Medio Ambiente y Energía). Este informe debe responder cinco preguntas: ¿Cuál es el problema que se quiere resolver?; ¿Cuáles son los objetivos que se busca alcanzar?; ¿Qué opciones o alternativas de política se han considerado?; ¿Cuáles son los posibles beneficios de la propuesta?; ¿Cuáles son los posibles costos de la propuesta? Adicionalmente, se creó un comité interministerial como una instancia de coordinación entre los ministerios involucrados en la elaboración de estos informes, cuya secretaría técnica está a cargo del Ministerio de Economía.

En resumen, el instructivo que mandata este informe es parte de un esfuerzo de Estado, que viene desde hace varias administraciones y corresponde a una buena práctica. Busca racionalizar la regulación y bajar el *“red-tape”*; y es reconocido y recomendado internacionalmente, en parte porque obliga a legisladores y personas involucradas en la tramitación de la regulación, a hacer un análisis técnico y cuidadoso de sus consecuencias tanto deseadas como no deseadas (más allá de las conveniencias y preferencias políticas, e incluso de los costos fiscales asociados).

A partir de la discusión del informe de productividad de la Reforma al Sistema de Pensiones, se pueden sacar dos conclusiones: la primera, es que dejó en evidencia la utilidad y necesidad de este tipo de informes —y por lo tanto validó su permanencia en el tiempo desde una perspectiva técnica—; pero la segunda, es que también demostró el peligro potencial para la autoridad política. Estos informes pueden ser utilizados de manera sesgada para atacar políticamente medidas complejas, resaltando a los perdedores —cuando éstos son fácilmente identificables— sin destacar los beneficios. En el caso particular de la Reforma de Pensiones, se destacó el potencial de pérdidas de empleo, pero se utilizó el máximo de la banda que menciona el informe y no el promedio o el rango —punto sobre el que discutimos en mayor profundidad en la próxima sección—, generando una percepción equivocada en el público general.



La especulación y utilización sesgada de los resultados del informe de productividad de la Reforma de Pensiones, genera una nota de alerta. En la medida que la prensa y líderes de opinión seleccionen parcialmente y con motivación política la información de este tipo de documentos técnicos, se limitan los incentivos a realizarlos de manera técnicamente completa, pues dan pie a críticas injustas. Es necesario por lo tanto, por un lado profundizar e ir mejorando el análisis, pero también moderar la discusión de los principales resultados de dichos análisis. Cuando las institucionalidades están comenzando, es importante protegerlas del mal uso (aunque en este caso particular, dicho mal uso haya sido beneficioso para postergar una –a nuestro entender– mala reforma).

Anexo 2: Clasificación sistemas de seguridad social según características

Los sistemas de “segundo pilar”¹² se clasifican usualmente en dos dimensiones: según cómo se “calculan” los beneficios, donde existen los de beneficio definido (conocemos el beneficio, con cuánto vamos a jubilar) y los de contribución definida (conocemos cuánto aportamos pero no cuánto obtendremos a la edad de jubilación); la segunda definición se refiere a si son de reparto o de capitalización. En los sistemas de reparto, los activos que se utilizan para hacer frente a las obligaciones de pago del sistema son los dineros de los actuales contribuyentes (quienes reciben a cambio la promesa de que en el futuro recibirán las contribuciones o bien activos financieros), es decir, no hay fondos acumulados; mientras que en el segundo tipo se utilizan normalmente activos financieros que cubren 100% el monto de las obligaciones devengadas (“fully funded” en inglés).

Es así como los sistemas de beneficio definido son altamente susceptibles a la captura política y a trampas para aumentar la pensión a través de aumentos de última hora en el ingreso (Diamond, 1989). Este tipo de sistemas suelen ser además de reparto, ya sea parcial o totalmente, lo que los hace también sensibles a cambios en la pirámide poblacional. Con la transición demográfica, cada vez hay menos trabajadores activos para financiar las pensiones de los retirados. Es así como a medida que envejece la población de un país, por cada jubilado disminuye el número de personas que financia la pensión. Cuando partieron estos sistemas, por cada jubilado había al menos 10 trabajadores, lo que en promedio indica que con un impuesto aproximado de 10% es suficiente para financiar dichas pensiones. Sin embargo, con la transición demográfica, este número ha caído a 5 y se espera siga cayendo, lo que requiere tasas de 20% e incluso superiores. Según cálculos actuariales, gran parte de estos sistemas están actualmente quebrados: es decir, las obligaciones con quienes actualmente financian a los jubilados no podrán ser cubiertas por los futuros trabajadores. En parte esto explica las buenas tasas de reemplazo de dichos sistemas, pues se trata de esquemas piramidales no sostenibles cuando disminuye la población en edad de trabajar. Por su parte, los sistemas de contribución definida y “fully funded”, si bien tienen algunos inconvenientes y son susceptibles de fraude, son menos susceptibles de captura política y estructuralmente por diseño nunca quiebran.

El sistema chileno es un sistema de capitalización y de contribución definida (hoy 10% del ingreso imponible) –donde no conocemos los beneficios pues dependen de la rentabilidad de los fondos y de cuánto aportemos–. Adicionalmente, el sistema chileno es de capitalización individual, es decir, cada individuo tiene su cuenta personal. Dadas estas características, el riesgo –pero también el beneficio– de las inversiones del fondo de pensiones lo recibe el afiliado. Si el fondo renta mucho, la pensión aumenta y si renta poco, disminuye. Es así como por ejemplo, personas que se jubilaron en medio de la crisis financiera de 2008, recibieron una menor pensión fruto de la caída de los mercados financieros. Parte del diagnóstico del informe de productividad, indica que las personas toman riesgos excesivos por esta condición, pero no lo contrarresta con la mayor utilidad que han recibido el resto de los afiliados ni menciona la capacidad de recuperación de los mercados financieros (por ejemplo, al cabo de menos de dos años el IPSA había retomado niveles superiores al peak previo a la crisis, y se trató de la peor crisis mundial desde la gran depresión).

¹²Según la clasificación anterior del Banco Mundial, la cual hoy ha evolucionado hacia una pirámide de 5 condiciones, incorporando otros aspectos de la seguridad social tales como salud.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

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

	Fecha	Proyecto	Boletín *	
SENADO	Votados	20-09-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica la ley N° 20.009, que limita la responsabilidad de los usuarios de tarjetas de crédito por operaciones realizadas con tarjetas extraviadas, hurtadas o robadas, en lo relativo a la responsabilidad del usuario y del emisor en casos de uso fraudulento de estos medios de pago.	11078-03
		20-09-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que declara feriado el día 2 de octubre para la Región de Los Ríos.	9606-06
		13-09-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que crea el Ministerio de Ciencia y Tecnología.	11101-19
		12-09-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que declara feriado el día 20 de septiembre de cada año en la Región de Coquimbo con ocasión de la Fiesta de la Pampilla.	10888-06
		05-09-17	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. (3er trámite constitucional, rechaza indicaciones).	10226-03
	Informados Comisión Hacienda	03-10-17	Crea un seguro para el acompañamiento de niños y niñas que padezcan las enfermedades que indica, y modifica el Código del Trabajo para estos efectos. Segundo informe de comisión en Primer trámite constitucional.	11281-13
		20-09-17	Crea la Dirección General de Concesiones de Obras Públicas y modifica las normas que señala. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	10126-15
Vistos Comisión Hacienda	03-10-17	Proyecto de ley sobre transparencia del mercado del suelo e incrementos de valor por ampliaciones del límite urbano.	10163-14	
CÁMARA DE DIPUTADOS	Votados	05-10-17	Incorpora diversas medidas de índole tributaria. Aprueba en general y artículos en particular.	11404-05
		03-10-17	Crea el Ministerio de Pueblos Indígenas. Aprueba en general, artículos articulares aprobados y algunos rechazados.	10687-06
		21-09-17	Declara feriado el día 2 de octubre para la Región de Los Ríos. Aprueba.	9606-06
		13-09-17	Declara feriado el día 20 de septiembre de cada año en la Región de Coquimbo con ocasión de la Fiesta de la Pampilla. Aprueba.	10888-06
		05-09-17	Modifica el Código del Trabajo, con el objeto de otorgar permiso laboral por muerte de conviviente. Aprueba.	6173-13
		05-09-17	Modifica decreto ley N° 2.695, de 1.979, para resguardar derechos de terceros en relación con la regularización de la pequeña propiedad raíz. Aprueba en general y artículos en particular.	10802-12
	Informados Comisión Hacienda	04-10-17	Incorpora diversas medidas de índole tributaria. Aprueba indicaciones ejecutivo.	11404-05
		13-09-17	Modifica la ley N° 20.423, del Sistema Institucional para el Desarrollo del Turismo.	9170-23
		13-09-17	Crea el Ministerio de Pueblos Indígenas.	10687-06

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



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección de Normas Financieras del último mes (Del 1/9 al 5/10).

		Normativas en trámite (últimos 3 meses)			Normativas emitidas		
		Nombre	Resumen	Sujeto	Circular	Resumen	Sujeto
SBIF	Modifica el Capítulo 20-7 de la RAN	Se actualizan normas sobre externalización de servicios en modalidad Cloud Computing	Emisoras	Circular 2017 (a Bancos, Cooperativas, Emisoras, Filiales y Sociedades)	Alcances y medidas de aplicación del redondeo de pagos en efectivo	Todos	
	Creación Capítulo Tarjetas de Pago de la RAN	Se establecen normas sobre la emisión y operación de tarjetas de pago para empresas emisoras de tarjetas de pago no bancarias y para empresas operadoras de tarjetas de pago	Emisoras	Circular 3625	Se agregan las nuevas plazas de Tongoy, Cholchol, Curarrehue y Cisnes a la nómina de plazas (Anexo N°1 - Capítulo 5-1 de la RAN)	Bancos	
SVS	Establece normas para el envío de información relativa al proceso de reparación de vehículos motorizados	Establece normas para el envío de información por parte de las Compañías de Seguros Generales respecto a tiempos de reparación de vehículos motorizados con pérdida parcial. Objetivo: disminuir asimetría de información	Seguros	OFC 1011	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a septiembre de 2017	Seguros	
				OFC 1010	Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable de octubre de 2017.	Seguros	
				OFC 1009	Comunica tasa de interés de actualización - Octubre 2017	Seguros	
				Circular 2228	Solicita aportes en cumplimiento del DL 1757, correspondientes a septiembre de 2017	Seguros	
				OFC 1008	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a agosto de 2017	Seguros	
				OFC 1007	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a agosto de 2017	Seguros	
SP	NT 280	Modifica el título VIII sobre informes diarios que debe presentar la sociedad administradora de fondos de cesantía para incorporar las inversiones que se efectúen en activos alternativos, del Libro IV del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía	AFC	Circular 2006	Tasa de interés para el cálculo de los Retiros Programados y las Rentas Temporales	AFP	
	NT 279	Modifica el título VIII sobre informes diarios que deben presentar las administradoras de fondos de pensiones para incorporar las inversiones que se efectúen en activos alternativos, del Libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones	AFP	Circular 2004	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para octubre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP	
	NT 278	Modifica el título X del libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones, sobre disposiciones que regulan las prohibiciones de las operaciones en activos alternativos de los Fondos de Pensiones y del Fondo de Cesantía Solidario, cuando en ellas participe una persona relacionada a las Administradora o dependiente de ésta	AFP	Circular 2003	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para octubre de 2017. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP	
	NT 277	Modifica el título X del libro IV del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía, sobre disposiciones que regulan las prohibiciones de las operaciones en activos alternativos de los Fondos de Pensiones y del Fondo de Cesantía Solidario, cuando en ellas participe una persona relacionada a las Administradora o dependiente de ésta	AFC	Circular 2002	Información sobre rentabilidad de la cuota de los Fondos de Pensiones y costo previsional, de acuerdo a lo establecido en el Compendio de Normas del Sistema de Pensiones	AFP	
	NT 276	Modifica los títulos I y II del libro IV del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía, sobre disposiciones en materia de seguridad de las inversiones en activos alternativos extranjeros	AFC	Circular 1999	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para septiembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP	
	NT 275	Modifica los títulos I y II del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones, sobre disposiciones en materia de seguridad de las inversiones en activos alternativos extranjeros	AFP	Circular 1998	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para septiembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP	
	NT 274	Modifica Norma Conjunta N° 1 versión 2.0. con la Tesorería General de las República sobre beneficios solidarios	Todos				
NT 273	Modifica el título V del libro III sobre beneficios previsionales del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones	AFP					

DIRECTORA EJECUTIVA

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

INVESTIGADOR ASOCIADO

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

INVESTIGADOR

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

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

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