

CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 8 / DICIEMBRE 2017



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA

**I POM DE DICIEMBRE: SIN JUSTIFICACIONES
PARA EL OPTIMISMO**

BANCA

**RIESGO DE CRÉDITO COMO INDICADOR DE LA
ACTIVIDAD FINANCIERA**

PENSIONES

**EL IMPACTO DE LA DESACELERACIÓN
ECONÓMICA**

MERCADO DE CAPITALES

**EVOLUCIÓN DE VALOR DE MERCADO DE
EMPRESAS IPSA**

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES

**FINANCING PROSPERITY (2017):
IMPACTO DEL DESARROLLO FINANCIERO
EN LA PROSPERIDAD ECONÓMICA**

**NUEVA NORMATIVA
FINANCIERA**

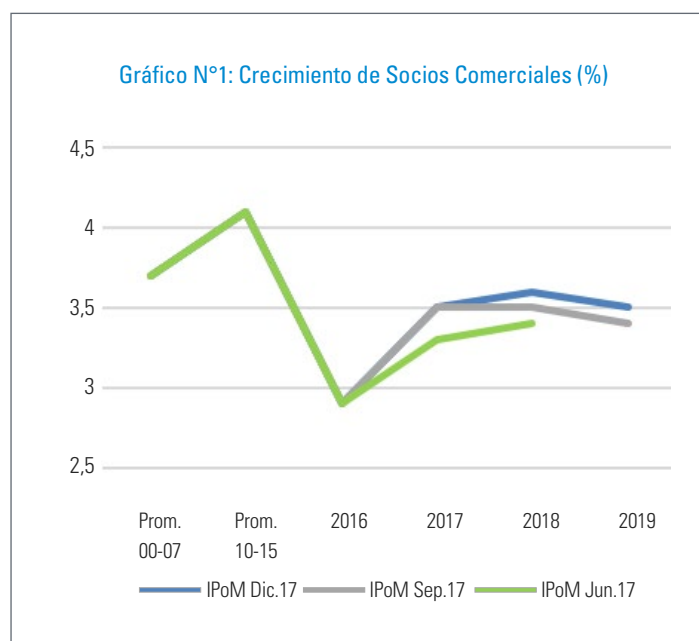


IPOM DE DICIEMBRE: SIN JUSTIFICACIONES PARA EL OPTIMISMO

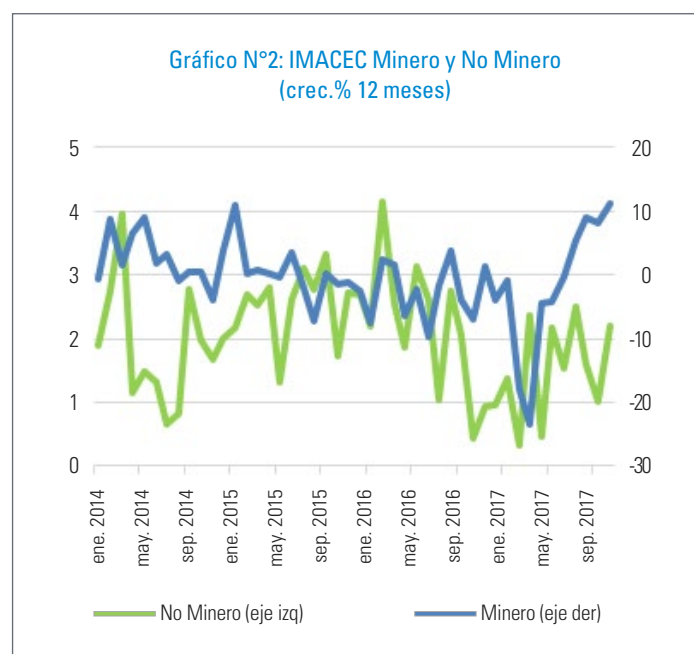
De alguna manera, el último Informe de Política Monetaria del Banco Central le “pone paños fríos” al discurso oficialista de un país en “franca recuperación”. El análisis del informe da cuenta de lo difícil que está resultando que la economía chilena recupere ritmos de crecimiento más altos, ya que junto con mantener las proyecciones de crecimiento para el país, el IPoM muestra una mejoría bastante significativa del dinamismo mundial esperado. No sólo mejoran las estimaciones de crecimiento para nuestros socios comerciales, sino que nuestros términos de intercambio (relación de precios de exportaciones e importaciones) subirían un 11% durante el año que termina, y a pesar de eso el PIB crecería a la tasa más baja de los últimos cuatro años, sólo un 1,4%.

Tampoco es buena noticia el que, si bien el Banco Central mejora levemente la estimación de crecimiento para el consumo privado en 2017, de 2,6% estimado en septiembre a 2,9% actual, se siguen reduciendo las estimaciones para la inversión, que caería un 2,5% este año (bastante más que las caídas de 0,8% registradas en 2015 y 2016). Es muy difícil argumentar entonces que el deterioro del crecimiento de nuestro país se explica por factores externos, ya que este año el crecimiento mundial sería el más elevado del quinquenio. Por ende, las condiciones externas no pueden ser justificación para que la inversión en nuestro país profundice su caída.

En este contexto, tampoco sorprende que el Banco Central haya establecido que el IMACEC relativamente mejor del mes de octubre (2,9% de aumento en doce meses) probablemente sea el más alto del año. Esta mejoría del crecimiento mensual se explica por el comportamiento de la minería, mientras que el IMACEC no minero sigue mostrando ritmos de crecimiento en torno a un 2%, como puede verse en el Gráfico N°2.



Fuente: BCCH.



Fuente: BCCH.



Las variaciones del IMACEC Minero aparecen representadas en el eje derecho, y son las que explican el repunte del crecimiento que veremos en el último trimestre del año.

Para el año 2018, el IPoM mantuvo el rango de estimación de crecimiento entre un 2,5% y un 3,5%, a pesar de que, como dijimos, mejoran las estimaciones para el mundo. Al mismo tiempo, se reduce levemente la estimación de crecimiento para la demanda interna, de un 3,9% proyectado en septiembre a un 3,7%. Mientras mejora levemente la estimación para el consumo (de 2,8% a 3%), se siguen deteriorando las perspectivas para la inversión, cuya estimación de crecimiento cae de un 3,2% a un 3,1%. Sin duda, luego de cuatro años de caída, un crecimiento tan modesto para la inversión está lejos de ser una buena noticia.

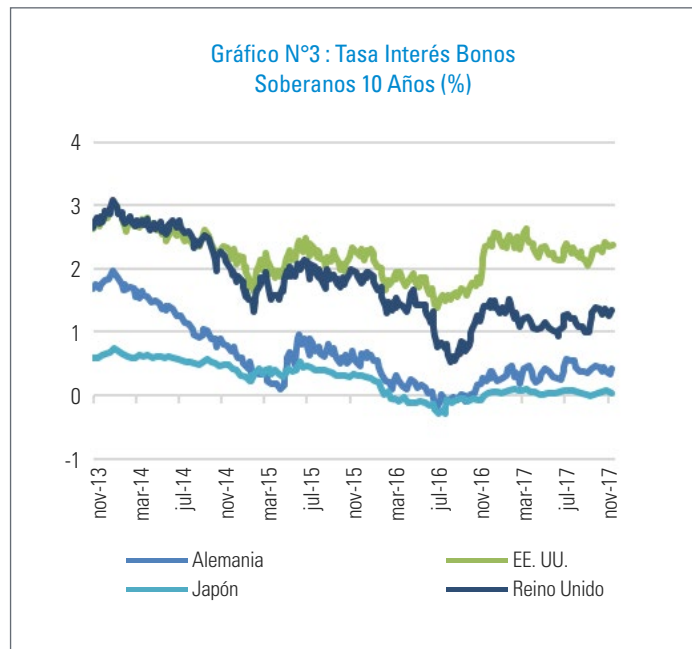
En definitiva, no parece haber razones para el optimismo de nuestras autoridades en materia de actividad económica, considerando además que resultados de crecimiento de 3% están muy lejos de ser satisfactorios para un país en desarrollo y con profundas carencias sociales aún.

RIESGO DE CRÉDITO COMO INDICADOR DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

A pesar de la resiliencia de la cartera de colocaciones a la desaceleración económica, empiezan a aparecer signos de preocupación en el Banco Central. Mientras el escenario externo mejora, el escenario interno muestra un inesperado aumento en la incertidumbre, en parte como consecuencia de la elección presidencial.

El mundo se está recuperando. Luego de un largo ciclo post crisis financiera, la situación económica global comienza a mejorar. Según el FMI, el crecimiento mundial será 3,7% en 2018, en gran parte empujado por mejores expectativas para los países desarrollados (World Economic Outlook). Consecuencia de esta recuperación, comienza un proceso de normalización de la política monetaria, tanto en Europa como en EE.UU. donde se espera un aumento en la tasa de interés global¹. Este escenario externo, sumado a la reciente alza del riesgo país, debiese generar presión sobre el costo de fondos para el sistema financiero local.

Este mayor costo de fondos no es un problema para las empresas si va acompañado por una recuperación económica, pues el mayor pago en intereses es más que compensado por los mejores márgenes fruto de la recuperación. Pero en un escenario de desaceleración prolongada, no es claro que su efecto sea inocuo. Este es un riesgo que el Banco Central llama a monitorear de manera cuidadosa en el futuro cercano.



Fuente: IEF Banco Central/ Bloomberg.

Pero eso es el futuro. Hoy la tasa de interés global permanece en niveles históricamente bajos (Gráfico N°3). Al mismo tiempo, el apetito por riesgo –indicador clave del flujo de capitales hacia países emergentes como el nuestro– ha aumentado. Esto, sumado al bajo costo del petróleo y a las mejoras en el precio del cobre que afectan los términos de intercambio², debiese generar aumentos en la actividad económica (principalmente inversión), lo que se traduciría en un aumento de las colocaciones y una disminución del riesgo de crédito por la mejora de expectativas. Lamentablemente, salvo aumentos en el precio de algunos activos financieros resultado del rebalanceo de portafolios, esto no se observa.

Es más, si no hay recuperación y las empresas están con su situación económica estancada, surge la duda de por qué el riesgo de crédito no ha aumentado significativamente. En efecto, los principales indicadores de riesgo, no muestran mayores cambios.

¹ La FED incrementó la tasa de referencia en junio y adelantó otra alza en diciembre; mientras en octubre disminuyó la renovación de tenencias. El Banco Central Europeo anunció la disminución de compra de bonos para el 2018 (de 60 a 30 mil millones de euros mensuales). El Banco de Inglaterra incrementó la TPM en noviembre en 25 puntos base (el próximo se espera para agosto de 2018). (Fuente: IEF Banco Central).

² Mitigado en parte por la aún compleja situación financiera en China.

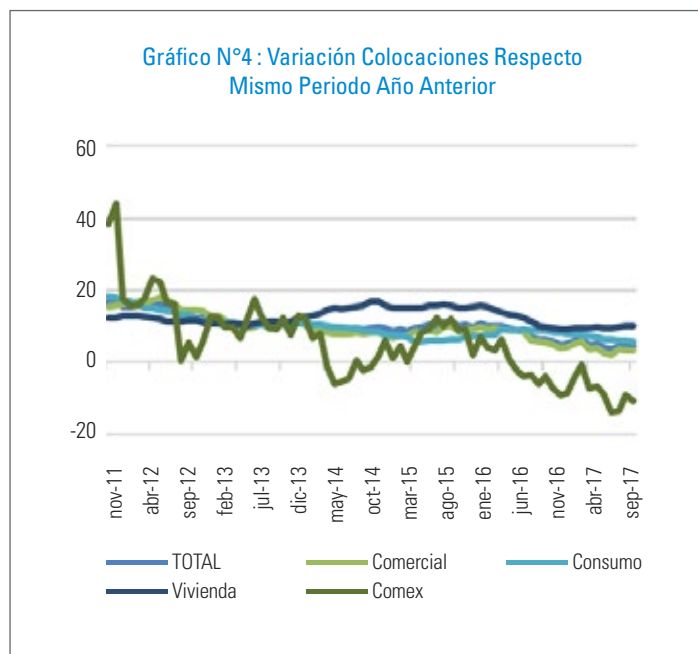


La respuesta a esta interrogante podría ir por una política de otorgamiento más restrictiva, la resiliencia de la empresa endeudada o un termómetro imperfecto. Probablemente la respuesta sea una combinación de los tres.

Las empresas, por su parte, luego de años ajustando costos, han visto algún grado de recuperación en los márgenes (sobre todo las de mayor tamaño). Si bien esto no alcanza a ser significativo, sí ayuda a comprender la mantención del riesgo para aquellas empresas con acceso al sistema bancario. Pero al mismo tiempo los indicadores muestran un menor acceso a crédito para empresas más pequeñas y un deterioro en las ventas.

Finalmente, respecto de la herramienta o “termómetro” para medir el riesgo, el IEF señala que los indicadores tradicionales de morosidad se mantienen estables o a la baja, pero que al hacer el análisis por tipo de deuda la situación es menos evidente.

Para los créditos hipotecarios y de consumo el IEF sugiere mirar el mercado laboral e indica que a pesar de los buenos ratings de la banca, hay señales de alerta. De hecho, se menciona que para los créditos de consumo nuevas medidas tales como el comportamiento de créditos de las cajas de compensación (CCAF) y casas comerciales, sí muestran un deterioro en línea con el deterioro del mercado laboral. De manera similar, para los créditos comerciales se observa un aumento de la pérdida esperada fruto de la exposición a deudores de menor calidad crediticia (donde las provisiones se mantienen estables a pesar del aumento en las garantías asociadas).



Fuente: Banco Central.

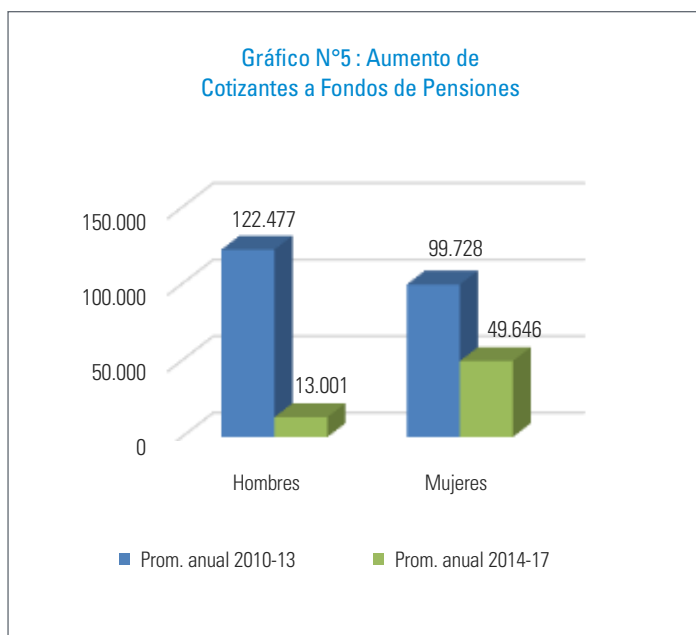
Durante el mes de noviembre, las colocaciones mantuvieron su bajo ritmo de crecimiento en 4,6% nominal, marginalmente inferior al promedio de los últimos 12 meses de 5,1%. Esto es preocupante pues la base de comparación –noviembre de 2016–, es muy baja y corresponde al peor mes del año anterior. Al abrirlo por sector, las colocaciones comerciales, de consumo y de comercio exterior también muestran una tasa de crecimiento significativamente menor al promedio de los últimos 12 meses. Sólo las colocaciones de vivienda mostraron un aumento significativo pero de acuerdo al Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central (IEF), éste podría deberse al cierre de proyectos de compra en verde previo a la modificación de la reforma tributaria. En resumen, se observa un menor dinamismo en el otorgamiento de créditos y ello ayuda a explicar el bajo riesgo reportado (fruto de la mayor selectividad).



EL IMPACTO DE LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

Sin duda, una de las causas principales del problema de las bajas pensiones es la informalidad laboral, que lleva a que de los 8,3 millones de ocupados en el trimestre móvil agosto-octubre de acuerdo al INE, la Superintendencia de Pensiones (S.P.) informa que sólo 5,2 millones cotizaron en el mes de septiembre (un 63%). Mirando el lado positivo, esta relación ha ido mejorando en el tiempo, considerando que a principios de 2010 era de 60%. La mejoría depende en forma crucial del crecimiento de la economía, que permite una mayor creación de empleo asalariado, y por ende, con cotizaciones de seguridad social. Resulta interesante analizar, entonces, el impacto que ha tenido el bajo crecimiento de los últimos cuatro años en el aumento en el número de cotizantes, que, como veremos, ha sido bastante significativo, y ha afectado en mayor medida a los hombres que a las mujeres.

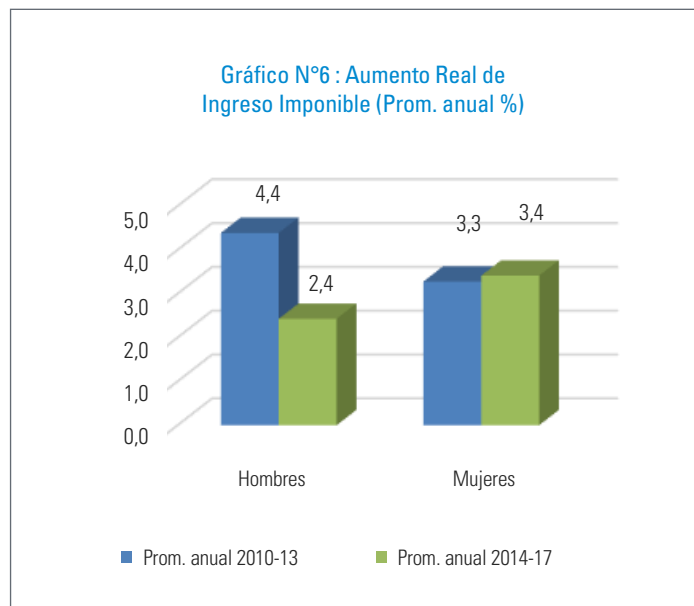
El Gráfico N°5 muestra el aumento promedio de cotizantes para el período 2010-2013 y 2014-2017 (hasta septiembre), y puede verse una disminución bastante significativa.



Fuente: Elaboración propia en base a S.P.

Vemos que en el caso de los cotizantes masculinos, de un aumento promedio anual de 122,5 mil entre 2010 y 2013, la cifra se reduce a sólo 13 mil en los últimos cuatro años. En el caso de las mujeres el efecto de la desaceleración económica es menos dramático, con una caída de 99,7 mil a 49,6 mil. De todas formas, se puede concluir que el bajo crecimiento no sólo está afectando la situación actual de los trabajadores, sino también su futuro como pensionados.

Los datos de la Superintendencia de Pensiones permiten analizar lo que ha ocurrido también con los ingresos imposables, que si bien han seguido creciendo en términos reales, lo han hecho a un ritmo menor que en los cuatro años anteriores. Esto se explica por menor aumento de ingresos reales para los cotizantes masculinos, mientras que para las mujeres se produce una muy leve mejoría, como muestra el Gráfico N°6.



Fuente: Elaboración propia en base a S.P.

Se puede ver en el Gráfico N°6 que mientras en el primer período el ingreso real de los cotizantes masculinos creció a un ritmo promedio anual de 4,4%, cae casi a la mitad en el segundo período, a 2,4%. Las remuneraciones imposables femeninas se mantienen creciendo a un ritmo más alto, de 3,4% real anual. La buena noticia implícita en estos números

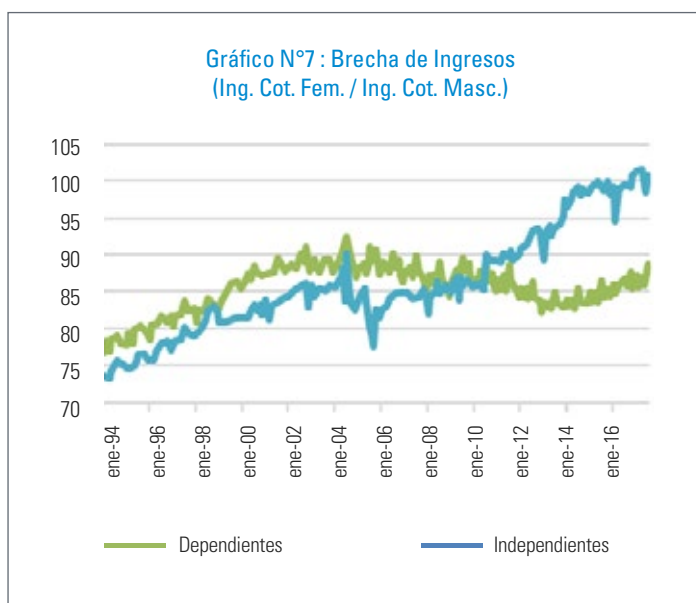


PENSIONES

es que se estaría dando una disminución de la brecha de ingresos entre hombres y mujeres, aunque la razón principal sería el menor crecimiento de los ingresos masculinos. Los datos de la S.P. nos permiten analizar esta brecha desde una perspectiva de largo plazo, tanto para cotizantes dependientes como independientes, aunque debe mencionarse que los datos no son ajustados por escolaridad ni tampoco por horas trabajadas. Además, debe considerarse en la comparación la existencia del tope imponible, teniendo en cuenta que mientras hay 275 mil hombres con ingresos superiores al tope imponible, hay sólo 115 mil mujeres, lo que se traduce en que la brecha calculada a través de ingresos imponibles promedio sea menor que la efectiva. El Gráfico N°7 muestra la relación entre el ingreso imponible promedio femenino y masculino, para los cotizantes dependientes (que son el 97% del total) y los independientes.

Podemos ver que luego de una tendencia decreciente entre 2006 y 2014, los ingresos de las cotizantes dependientes empiezan a mejorar respecto a los de sus pares masculinos. Vemos también que para los trabajadores independientes la brecha de ingresos es prácticamente inexistente, aunque en este caso se trata de muestras que pueden no ser representativas. En septiembre se registraron 59 mil cotizantes independientes mujeres y 79 mil hombres.

Si analizamos el aumento de cotizantes en el último año por sectores de actividad económica, son principalmente los servicios donde se registran aumentos, mientras se mantiene el número de cotizantes en los sectores productores de bienes, lo que también es consistente con las cifras de actividad de los respectivos rubros. Entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017 el número de cotizantes aumentó en cerca de 66 mil, explicados totalmente por administración pública, enseñanza y salud, mientras los sectores productores de bienes muestran aumentos muy modestos.



Fuente: Elaboración propia en base a S.P.

EVOLUCIÓN DEL VALOR DE MERCADO DE EMPRESAS IPSA

Los últimos 15 años se han caracterizado por grandes avances en las tecnologías de la información, la capacidad de manejo de datos y el comercio electrónico. Ejemplos de esto son la masificación del uso del internet y la irrupción del smartphone en junio de 2007.

Por este motivo, las industrias que tienen mayores posibilidades de crecimiento y desarrollo son aquellas capaces de aprovechar e incorporar estos avances en tecnología, en comercio electrónico y en redes sociales. Un ejemplo de estas industrias es la financiera.

En el caso de Chile, son precisamente las empresas inmersas en esta industria las que han tenido un mayor aumento (o menor disminución) relativo/a en su valor de mercado durante los últimos 3 quinquenios.

Con las nuevas tecnologías, además de cubrir las necesidades de los clientes, la industria financiera ha sido capaz de incrementar su oferta de servicios al aplicar tecnologías que optimizan sus procesos. Los avances tecnológicos implementados en la industria permiten, desde ofrecer servicios de bajo costo a nivel global, hasta optimizar las transacciones financieras y ayudar a detectar los fraudes antes de que el problema se agrave. Esta gran mejora en la capacidad de manejo de datos está transformando positivamente la manera en que las compañías financieras operan, lo que se traduce en importantes oportunidades de desarrollo y crecimiento.

Así, empresas del rubro financiero como Santander, Banco de Chile, BCI e ITAUCORP han logrado posicionarse y/o escalar en el ranking de empresas con mayor capitalización bursátil. También así lo han podido hacer empresas del retail con brazos financieros como Falabella.

Por otro lado, las empresas de la industria energética y las celulosas han ido perdiendo paulatinamente protagonismo y cediendo los primeros

puestos del ranking. La gran excepción es COPEC que se ha mantenido durante los últimos 15 años en los primeros lugares del ranking. Esta caída en el ranking de las empresas de la industria energética se puede observar también en el caso de EE.UU., donde estas empresas, que en 2007 dominaban el mercado, han ido cediendo sus lugares a firmas de tecnología y comercio electrónico como Apple, Microsoft, Facebook, Amazon y Alibaba, entre otras.



The world's most valuable resource is no longer oil, but data

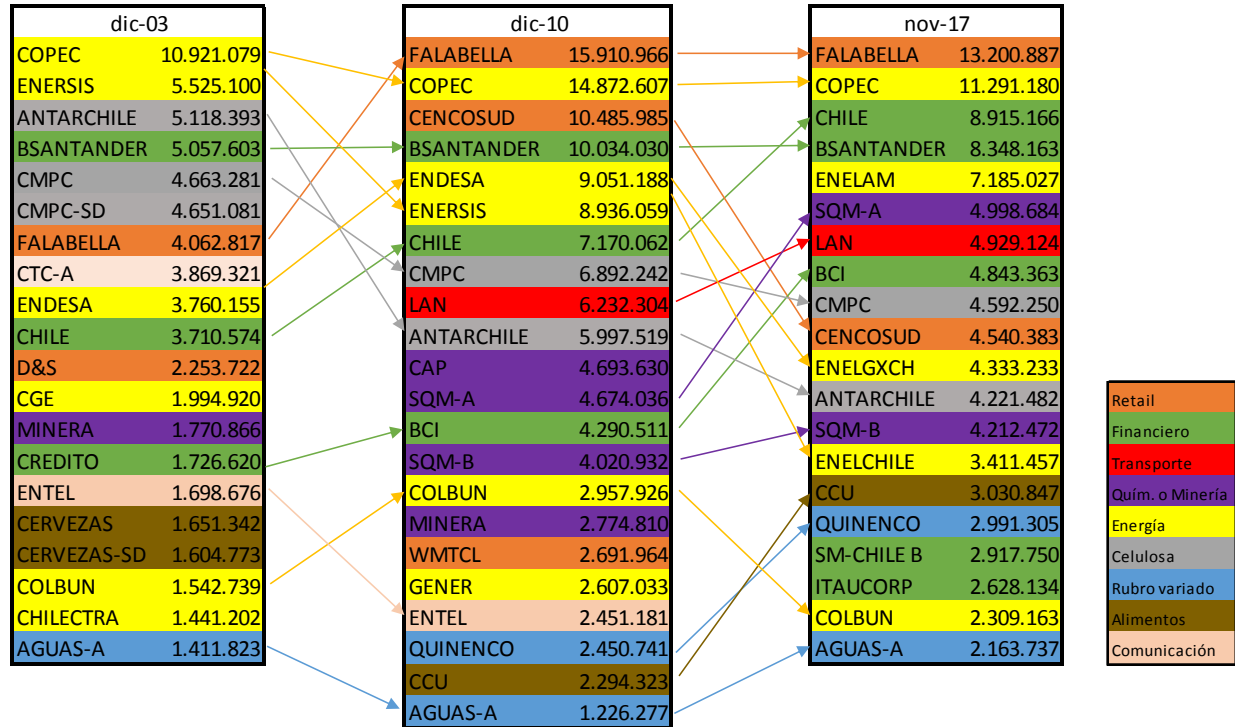
Fuente: www.economist.com

En la Figura N°1 se presenta la evolución del valor de mercado (capitalización bursátil) del top 20 de empresas IPSA en los años 2003, 2010 y 2017. En ella es posible observar algunos de los cambios en la composición del ranking, y las escaladas y caídas de algunas empresas antes descritos/as.

Se espera que esta tendencia se mantenga en el mediano plazo debido principalmente a la irrupción de nuevas tecnologías como *blockchain* o la revolución *Fintech* en los servicios financieros, que está permitiendo una disminución aun mayor de los costos de transacción en estos servicios y una mayor disponibilidad y transparencia en la información.



Figura N°1: Evolución de capitalización bursátil top 20 IPSA años 2003, 2010 y 2017 (en MM\$ de nov-2017)



Notas:

1. Durante el período analizado se han llevado a cabo fusiones, adquisiciones, creaciones y cierres de empresas cuyos análisis superan la extensión de este trabajo.
2. En 2016, Endesa Chile pasó a ser Enel Generación Chile (con el nemotécnico ENELGXCH) y Enersis Chile pasó a ser Enel Chile (con el nemotécnico ENELCHILE).
3. El nemotécnico ENELAM se refiere a Enel América S.A.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.



FINANCING PROSPERITY (2017): IMPACTO DEL DESARROLLO FINANCIERO EN LA PROSPERIDAD ECONÓMICA

1. Introducción

En las últimas décadas, se ha dado una extensa discusión en torno a si el sistema financiero contribuye al desarrollo o prosperidad económica de un país. Por ejemplo, Lucas (1988) desestima el rol del sistema financiero como un determinante principal del desarrollo económico. Por otro lado, una serie de trabajos de investigación iniciados por Levine (1997) indican que los sistemas financieros juegan un rol fundamental en impulsar el desarrollo económico.

Por esto, resulta ser de gran interés preguntarse si el desarrollo del sistema financiero importa para el desarrollo. Y es que avanzar en entender el rol que juega el sistema financiero en el proceso de desarrollo económico permitiría comprender de mejor manera este último y, finalmente, influir en la elección de políticas públicas, ya que éstas —sean de índole macroeconómica, impositiva, legal o regulatoria— configuran la operación y evolución del sistema financiero (Hernández y Parro, 2005).

En general, la opinión pública suele ser desfavorable a los bancos. Existe la percepción de que los bancos recaudan el dinero de muchos, se lo prestan a los más privilegiados y obtienen un retorno exorbitante en el proceso. El objetivo de este artículo es realizar un completo análisis del libro *Financing Prosperity* (Levine, 2017), en el cual se dejan de lado estos prejuicios y se evalúa la evidencia internacional sobre la productividad social de los bancos.

Este libro intenta responder tres preguntas. En primer lugar, se intenta responder si el funcionamiento del sistema bancario influye en la prosperidad económica de largo plazo, entendiendo prosperidad económica como crecimiento económico, disminución de la pobreza y de la pobreza extrema, aumento del ingreso de las personas con menores ingresos y disminución de la desigualdad en la distribución de los ingresos. En segundo lugar, se discute en torno a qué regulaciones fomentan el buen funcionamiento de los sistemas bancarios. Para esto, se realiza un análisis de las estrategias regulatorias para entender cuáles incentivan la competencia en la industria financiera y su desarrollo, y cuáles los desincentivan. En tercer lugar, se busca responder si los resultados encontrados en estudios internacionales son consistentes con los resultados para Chile. Es decir, se analiza si el desarrollo de la banca chilena influye en la prosperidad económica del país. Así también, se plantean los desafíos regulatorios bancarios que enfrenta Chile.

2. Importancia del desarrollo financiero

“El banquero autoriza, en nombre de la sociedad, al empresario a innovar”, (Schumpeter, 1912).

Como se mencionó anteriormente, en general, existe una percepción negativa, generalmente infundada, de los bancos y las instituciones financieras. Un número no menor de personas perciben, de forma errónea, que los mercados financieros funcionan como casinos improductivos, donde las personas de mayores ingresos hacen sus apuestas. Si ellos ganan, las demás personas pierden. Y en el caso de que los más favorecidos pierdan, las demás personas de todas formas pierden. Por lo tanto, de acuerdo a esta percepción, las instituciones reguladoras deberían proteger a las personas de menores ingresos del accionar de las personas de mayores ingresos en los mercados financieros.



Bajo esta perspectiva, los determinantes fundamentales de la prosperidad económica serían el ahorro, la educación y la innovación, mientras que la industria financiera jugaría un rol bastante secundario en las mejoras en estos determinantes. Más aún, darle un rol de mayor importancia a la industria financiera sería agregar fragilidad al sistema. Por lo tanto, a través de regulación y supervisión, las instituciones reguladoras deberían proteger a la economía de las crisis financieras generadas por esta industria³.

Sin embargo, de acuerdo a recientes estudios internacionales, lo cierto es que la banca⁴ da forma al horizonte económico, ya que:

- Moviliza ahorros y reúne fondos para posibilitar/financiar grandes proyectos.
- Asigna capital a aquellos emprendedores y empresarios con los mejores proyectos e ideas empresariales, en lugar de asignarlos a aquellos con mayor riqueza y conexiones familiares y políticas.
- Realiza la administración y supervisión necesaria para velar por el correcto uso del capital.
- Proporciona mecanismos y servicios para gestionar y administrar el riesgo.

Por lo anterior, la banca y la regulación financiera tendrían el potencial para:

1. Acelerar el crecimiento económico, ya que:
 - Alivianan las restricciones de acceso a capital de los pequeños y medianos empresarios, y facilitan el emprendimiento, otorgando créditos para la inversión.
 - Hacen más eficiente la asignación de recursos, lo que promueve la competencia y la innovación tecnológica.
2. Beneficiar, más que proporcionalmente, a los pobres, ya que:
 - Debilitan los fuertes vínculos entre el acceso al crédito y la riqueza.
 - Incrementan el dinamismo de los mercados laborales.

³Luego de la crisis financiera de 2008, muchos expertos (entre ellos dos premios nobel, Joseph Stiglitz y Paul Krugman), afirmaron que la innovación financiera contribuyó con la crisis. Por lo tanto, luego de ella, hubo un llamado a que se realizaran políticas que regularan y supervisarán la industria con el fin de hacer la innovación financiera más lenta y menos compleja.

⁴En este trabajo, se asume que los buenos sistemas bancarios son aquellos que tienen un buen desempeño:

1. Adquiriendo información sobre las firmas y los individuos. Así, las personas pueden delegar a la banca el trabajo de decidir dónde invertir sus ahorros, ya que la banca tiene la experticia y la disponibilidad de tiempo necesarias para hacerlo.
2. Monitoreando que sus préstamos y/o inversiones estén siendo usados adecuadamente por las firmas y los individuos. Además, la banca tiene la ventaja de entablar relaciones de largo plazo con algunos de sus deudores, lo que facilita el flujo de información. En el caso de que la banca no hiciera esta labor, al no poder supervisar lo que se hace con los fondos, se aseguraría de prestárselos solo a quienes tengan las espaldas financieras necesarias para responder en el caso de que algo salga mal. Así, el capital se asignaría ineficientemente a quienes tienen mayor riqueza y no a quienes tienen mejores ideas y/o proyectos, lo que limitaría el crecimiento económico.
3. Proporcionando mecanismos y servicios para que las firmas y las personas administren y diversifiquen el riesgo. A las personas no les gusta el riesgo. Por lo tanto, la diversificación permite la inversión en proyectos y firmas más riesgosos, que por lo general son los que realizan la innovación tecnológica y hacen crecer de forma más rápida la economía. Así, gracias a la banca, es posible invertir pequeños montos en proyectos y firmas riesgosos sin la necesidad de realizar un extenso análisis previo. Además, la banca permite obtener retornos en el corto plazo en vez de esperar los resultados de proyectos de muy largo plazo.
4. Reuniendo y movilizandofondos para financiar a individuos y firmas heterogéneas, lo que es fundamental para la realización de proyectos grandes y/o costosos.
5. Facilitando el intercambio de bienes y servicios.



Con el fin de comprobar estas aseveraciones, en el libro se presentan los resultados de dos tipos de trabajo econométrico, y su literatura respectiva.

En primer lugar, se realiza una regresión con datos de panel para una gran cantidad de países, para el período entre 1960 y 2005. En esta regresión la variable dependiente es el indicador de desarrollo económico. Por otro lado, la variable independiente es la medida de desarrollo financiero. Para medir el desarrollo financiero, los estudios cross-country utilizan el crédito privado como porcentaje del PIB⁵. Como variables de control se utilizan el PIB per cápita inicial, el nivel de educación, los niveles de inflación, indicadores de tasas de intercambio y apertura comercial, estabilidad política, entre otros indicadores macroeconómicos. Los resultados se presentan a continuación.

2.1 Desarrollo financiero y crecimiento económico

Se observa que los países con un alto desarrollo bancario en 1960, poseen un crecimiento promedio anual mayor. Es decir, existe una relación positiva entre la tasa promedio anual de crecimiento económico y el nivel promedio de crédito privado entre 1960 y 1995. Adicionalmente, la relación positiva se mantiene aun cuando se controla por desarrollo de la industria financiera no bancaria, es decir, ésta no actúa como un sustituto de la banca.

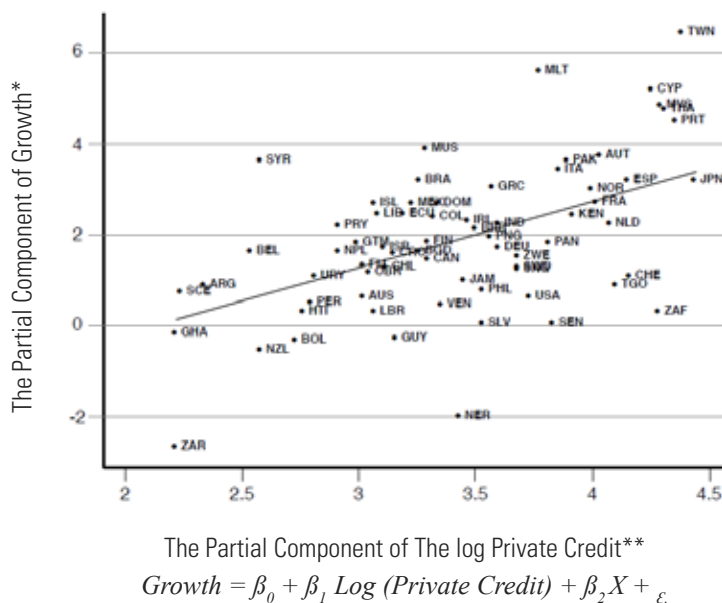
Por otro lado, la relación entre desarrollo financiero y tasa de ahorro parece ser débil. Es decir, lo que aumenta es la eficiencia en la asignación de los fondos y no la cantidad de fondos disponibles. El mecanismo sería a través de mejorar la asignación de recursos, asegurándose su uso eficiente por parte de los empresarios, más que a través de aumentar las tasas de ahorro, es decir, una buena banca es capaz de movilizar de mejor manera el ahorro sin necesidad de aumentarlo.

Los resultados obtenidos permiten concluir que los países con sistemas bancarios más desarrollados presentan mayores tasas de crecimiento económico de largo plazo. Además, se enfatiza que la causalidad va en este sentido y no al revés, es decir, no está ocurriendo que países con mayor crecimiento económico desarrollen mejores sistemas bancarios.

⁵ Se excluyen los créditos a las empresas públicas y al gobierno. Si bien esta variable tiene limitaciones ya que no es una medida directa de la calidad de los servicios financieros, es la que se utiliza mayormente en la literatura relacionada.



Figura N°1: Relación entre crédito privado y crecimiento económico (medido como el crecimiento del PIB per cápita)



Se puede observar una relación positiva entre ambas variables. Esto quiere decir que mayores niveles de desarrollo del sistema financiero están correlacionados con mayores niveles de crecimiento económico per cápita para los países y el período analizado. Fuente: Levine (2017).

2.2 Desarrollo financiero y desigualdad

De acuerdo a los resultados del estudio, los países con sistemas bancarios mejor desarrollados experimentaron mayores reducciones de desigualdad, medida como la tasa de crecimiento del coeficiente de Gini⁶, para el período 1980-2005.

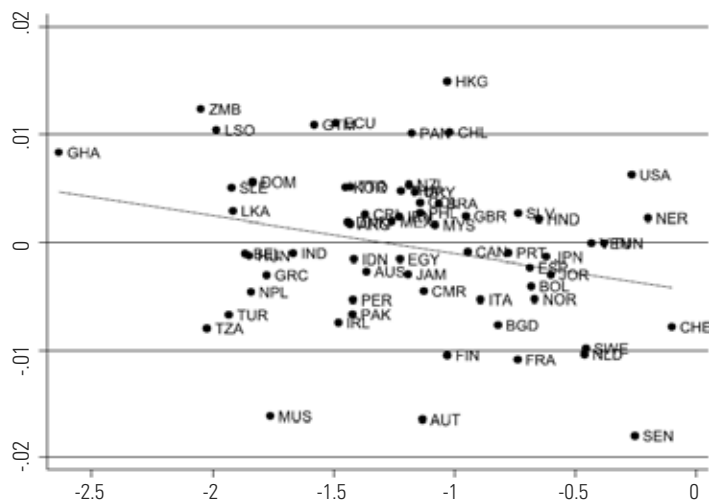
Lo anterior significa que una buena banca no sólo hace aumentar el tamaño de la torta, sino que también ayuda a mejorar su distribución. Esto ocurre porque un mercado financiero competitivo asigna crédito a los mejores proyectos, independiente de si provienen de los empresarios más ricos o no. Esto permite que familias de bajos recursos, pero con buenos emprendimientos, aumenten sus ingresos.

Además, una industria financiera competitiva ayuda a mejorar las condiciones de los mercados laborales ya que los hace más dinámicos. Esto ocurre debido a que un buen funcionamiento de la banca ayuda a bajar las barreras de entrada para ser empresario, lo que permite que entren las personas con mayores habilidades, aumentando la competencia. Además, un sistema bancario eficiente facilita el aumento del ingreso de las personas con menores ingresos, ya que hace aumentar la demanda de trabajo y los salarios de las distintas industrias al hacerlas más competitivas.

⁶ Es necesario advertir que el coeficiente Gini no es un indicador de prosperidad económica concluyente por sí solo, ya que no es posible asegurar si, ante una disminución del coeficiente, los ricos son más pobres, los pobres son más ricos o una combinación de ambos cambios. Por otro lado, quizás todos están mejor que antes pero aun así aumenta el coeficiente, en el caso de que los ricos se vean más beneficiados que los pobres.



Figura N°2: Relación entre crédito privado y crecimiento de la desigualdad (medida como el crecimiento del coeficiente Gini)



The Partial Component of Log Private Credit

$$\text{Growth in the Gini Coefficient} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log (Private Credit)} + \beta_2 X + \varepsilon$$

Se puede observar una relación negativa entre ambas variables. Esto quiere decir que mayores niveles de desarrollo del sistema financiero están correlacionados con un menor crecimiento (o bien, una mayor disminución) del coeficiente Gini para los países y el período analizado. Fuente: Levine (2017).

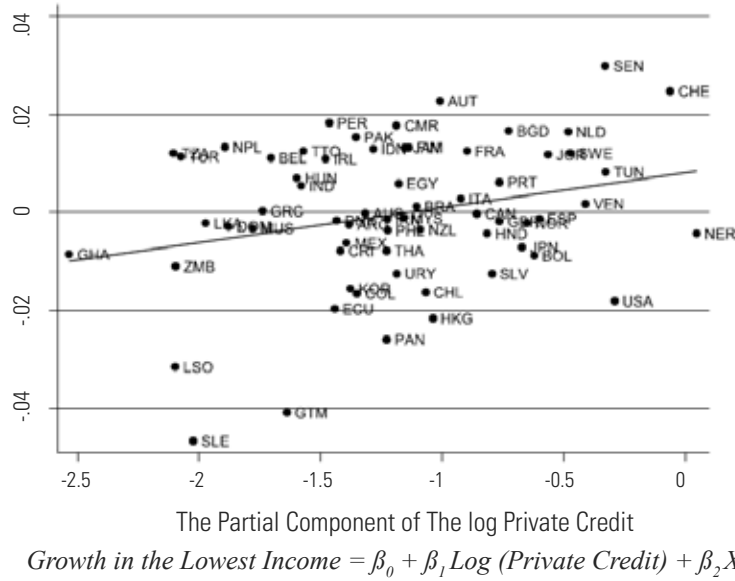
2.3 Desarrollo financiero e ingresos de personas con menores ingresos

Usando datos para el período 1960-2005, se muestra que un mejor funcionamiento bancario aumenta el ingreso de las personas más pobres en mayor proporción que el de la persona promedio y, por ende, de las personas de mayores ingresos.

La evidencia muestra que una banca desarrollada y competitiva debilita el vínculo entre el éxito económico y la riqueza familiar. Dicho de otra forma, un mejor funcionamiento bancario ayuda a las familias de menores ingresos a mejorar sus perspectivas. Además, un sistema bancario más eficiente facilita la entrada de nuevas empresas prometedoras y agiliza la salida de las firmas ineficientes.



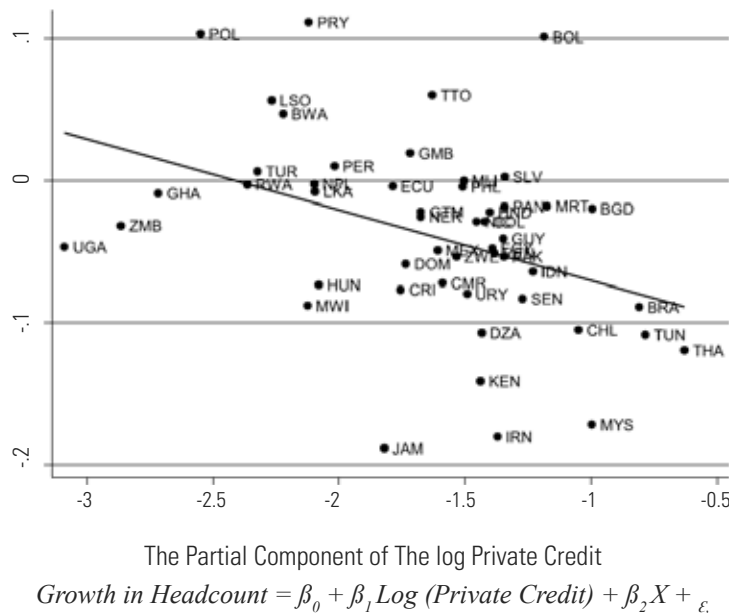
Figura N°3: Relación entre crédito privado y crecimiento de los ingresos más bajos (ingresos de los más pobres)



Se puede observar una relación positiva entre ambas variables. Esto quiere decir que mayores niveles de desarrollo del sistema financiero están correlacionados con un mayor crecimiento de los ingresos más bajos, para los países y el período analizado. Fuente: Levine (2017).

Con datos para el período 1980-2005 se observan resultados similares en el caso de la pobreza extrema en los países no desarrollados.

Figura N°4: Relación entre crédito privado y crecimiento de la pobreza extrema (medida como el porcentaje de la población que vive con menos de 2 dólares al día)



Se puede observar una relación negativa entre ambas variables. Esto quiere decir que mayores niveles de desarrollo del sistema financiero están correlacionados con un menor crecimiento (o con una mayor disminución) de la pobreza extrema, para los países y el período analizado. Fuente: Levine (2017).



Los resultados presentados muestran que, efectivamente, el desarrollo del sistema financiero (medido como el nivel de crédito otorgado por la banca a los privados) beneficia más que proporcionalmente a las personas y los hogares de más bajos ingresos. Esto quiere decir que no solo se ven beneficiados por “chorreo” cuando se ven beneficiadas las personas de mayores ingresos, sino que hay un efecto positivo directo en las personas que tienen menos recursos.

2.4 Cuasi-experimento para estados de EE.UU.

En segundo lugar, se realiza un cuasi-experimento en que se analiza el efecto de cambios en la regulación bancaria que mejoraron el funcionamiento del sistema financiero y aumentaron la competencia de la industria. Estos cambios en la regulación se hicieron en años distintos en los diferentes estados de EE.UU., por lo tanto, es posible medir el “efecto del tratamiento”. Con esta metodología, es posible ratificar o refutar los resultados de la metodología anterior. Esta metodología tiene la ventaja de que se utilizan datos para un solo país, por lo que disminuye la probabilidad de tener sesgos por variables omitidas, por distinta idiosincrasia u otros.

En un principio, cada estado establecía restricciones distintas para la expansión de los bancos, es decir, en cada estado existía una regulación bancaria distinta. Los estados vendían licencias a los bancos para operar y supervisaban su funcionamiento. A la vez, los protegían ya que restringían la entrada de bancos de otros estados. Así, los estados protegían su poder de dar licencias.

Un segundo tipo de restricción era intraestado, con la que se impedía al banco la posibilidad de abrir varias sucursales dentro del estado. Esta regulación impedía a los bancos expandirse geográficamente y les impedía competir por los clientes. Debido a esta regulación, existía un gran número de bancos y muchos monopolios pequeños ya que el estado protegía el banco local, produciendo así una industria poco competitiva. Este tipo de regulaciones dañaban el funcionamiento de la industria, pero mejoraban las ganancias de los banqueros, por lo que existían intereses creados para que se mantuviera así la regulación.

Luego, entre 1970 y 1995, los estados empezaron a levantar ambos tipos de restricciones. Esto, empujado por las innovaciones tecnológicas, disminuyó el poder monopólico, político y económico de los bancos originado en las restricciones geográficas.

Los resultados a nivel de estado muestran que al levantar las restricciones, aumentó la competencia de la industria y mejoró la calidad de los servicios financieros. Así también, el levantamiento de estas restricciones tuvo un impacto positivo en el crecimiento económico, ya que hizo aumentar la tasa de crecimiento del PIB per cápita. A la vez, disminuyó la desigualdad dentro del estado⁷ y aumentó el salario de los trabajadores de menores ingresos. Además, se observó que no aumentó la tasa de ahorro, sino que, al aumentar la competencia entre bancos, la asignación de fondos se hizo más eficiente.

Estos resultados son consistentes con los resultados obtenidos por distintos trabajos realizados a nivel de país, de industrias y de firmas para Italia, Brasil, México, Francia, Inglaterra, Escocia, Bélgica, Alemania, Rusia y Japón.

Por lo tanto, la respuesta a la primera pregunta que intenta responder este trabajo es que efectivamente, el funcionamiento eficiente del sistema bancario influye de forma positiva en la prosperidad económica de largo plazo.

Otra importante conclusión de este trabajo es que sin innovación financiera, el desarrollo tecnológico habría sido más lento. Las innovaciones tecnológicas van requiriendo productos y servicios financieros más sofisticados⁸, por lo que, sin innovación, la industria iría quedando obsoleta. De esta forma, si los servicios financieros no cubren las necesidades de los proyectos actuales, la economía crece con lentitud.

⁷ Si bien la desigualdad en EE.UU. aumentó durante el período de análisis, el desarrollo bancario contrarresta este efecto.

⁸ Sofisticación en alguna de las principales funciones de la banca: movilizar ahorros, asignar fondos, monitorear su uso o proveer herramientas para la administración del riesgo.



Dicho de otra forma, la innovación financiera facilita la innovación tecnológica sostenida y acelera el crecimiento económico. A medida que las tecnologías avanzan, la banca debe innovar y mejorar su funcionamiento para continuar identificando las firmas prometedoras, movilizar el ahorro efectivamente hacia éstas, monitorearlas y proveer buenos servicios de administración del riesgo.

Paralelamente, es importante mencionar que la banca tiene incentivos a promover la innovación tecnológica y a financiar empresas innovadoras, ya que, de esta forma, es posible captar ganancias monopólicas durante algún período de tiempo (durante la duración de la patente, por ejemplo). Esto, en el caso de que la empresa financiada sea exitosa, significa retornos más seguros para el banco. Es por esto que una vez que los sistemas dejaron de imponer una regulación excesiva y aumentó la competencia de la industria, los bancos aumentaron su financiamiento a firmas pequeñas y tomadoras de riesgo. Esto permitió que la innovación tecnológica, medida como creación de patentes, aumentara.

3. Regulación

Pasando al segundo tema de este artículo, en éste se enfatiza que una correcta regulación bancaria no solo previene las crisis financieras, sino que también promueve el movimiento y asignación eficiente de capitales y la provisión de servicios de administración (gestión) de riesgos.

Para responder la segunda pregunta que se formula en este trabajo, se presentan las estrategias regulatorias que, de acuerdo a los estudios internacionales realizados, fomentarían el desarrollo y buen funcionamiento de los sistemas bancarios. Éstas son:

1. Fomentar la competencia:
 - La competencia entre los bancos estimula la eficiencia y las mejoras en los servicios financieros.
 - La competencia entre los bancos estimula la competencia entre las empresas no financieras, lo que mejora la eficiencia y la innovación tecnológica en las distintas industrias.
 - Las oportunidades fluyen cada vez más hacia quienes tienen las mejores ideas, iniciativas y proyectos.

2. Precaución con supervisión y regulación excesivamente restrictiva:
 - A menudo, una supervisión y/o regulación excesiva obstaculiza la competencia y las innovaciones financieras.
 - También pueden desviar el flujo de crédito hacia fines políticos o grupos de poder con intereses creados, lo que a su vez, puede impedir el financiamiento de los empresarios y proyectos más prometedores.
 - Las intervenciones gubernamentales en la banca pueden conducir a la corrupción, la ineficiencia, el estancamiento y la fragilidad del sistema financiero.

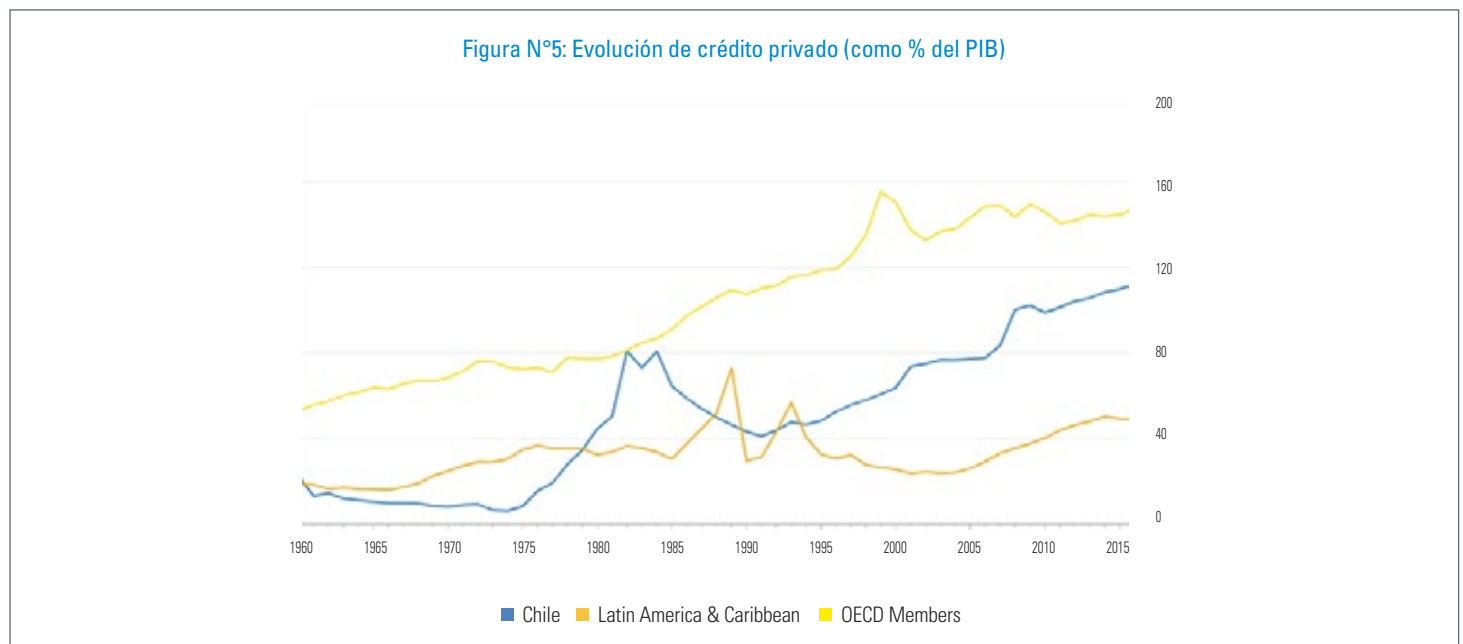
3. Fomentar la transparencia a través de incentivos:
 - Las regulaciones que incentivan una buena gobernanza interna (privada) de los bancos funcionan mejor que los reglamentos que obstaculizan la auto supervisión de los bancos.



4. El caso de Chile

Finalmente, se analiza si los resultados encontrados en estudios internacionales son aplicables a nuestro país. Chile ha sido la economía más exitosa de América Latina en las últimas décadas. Sin embargo, el crecimiento se ha estancado en los últimos 5 años. Uno de los factores que podrían estar incidiendo en este estancamiento es la ralentización del desarrollo financiero y la bancarización en nuestro país.

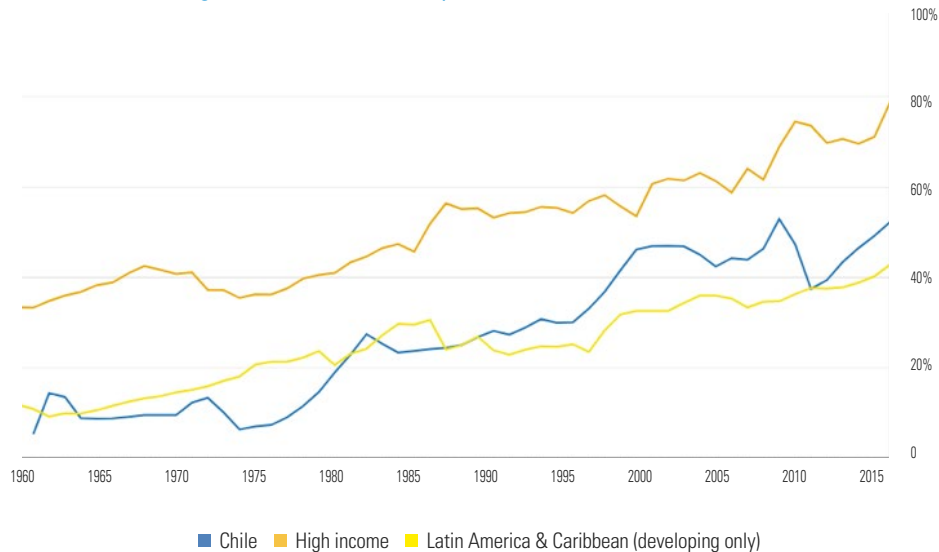
Comparado con América Latina, Chile tiene una banca desarrollada en términos de tamaño (crédito privado/PIB), eficiencia y acceso. Pero si miramos más allá de la región, no está claro si la industria financiera del país está posicionada como para impulsar mejoras futuras en la prosperidad económica de largo plazo (ver Figuras N°5 y 6). Además, la industria chilena enfrenta los desafíos de una economía pequeña. Entre éstos, disminuir las barreras de entrada a la industria con el fin de promover una industria competitiva con muchos bancos funcionando con economías de escala.



Fuente: Banco Mundial.



Figura N°6: Evolución de depósitos bancarios (como % del PIB)



Fuente: Banco Mundial.

Por otro lado, pareciera ser que los resultados encontrados en estudios internacionales sí son aplicables a nuestro país. Sin embargo, existen importantes desafíos en el ámbito regulatorio como son:

1. Disminuir barreras de entrada:
 - A bancos extranjeros.
 - A bancos domésticos emergentes.
2. Disminuir impedimentos regulatorios a la competencia:
 - ¿Distorsionan el flujo del crédito?
 - ¿Limitan la innovación?
 - ¿Aumentan los costos de realizar el trabajo bancario?
 - ¿Están los reguladores bien administrados?
3. Crear incentivos a la transparencia:
 - ¿Qué tan efectiva es la gobernanza privada de los bancos en nuestro país?
 - ¿La regulación actual promueve o impide la gobernanza interna de la banca?



5. Conclusiones generales

Un sistema bancario desarrollado y que funcione eficientemente es necesario para la prosperidad económica de largo plazo, ya que impulsa el crecimiento económico y expande las oportunidades, particularmente para los menos aventajados, lo que significa que el desarrollo del sistema financiero favorece una mejor distribución del ingreso. Este punto es de suma importancia, ya que, a diferencia de muchas decisiones de política, no es necesario elegir entre crecimiento y equidad, ya que en este caso van de la mano. Por este motivo, las políticas y regulaciones no deberían impedir la competencia bancaria, sino que deberían incentivarla.

El rol de la banca es asignar eficientemente el capital y administrar la diversificación del riesgo. De esta forma, es posible realizar proyectos de alto retorno, se facilita el comercio y la especialización, se promueve la innovación tecnológica y se impulsa el crecimiento económico. Además, es posible atraer las buenas ideas, las habilidades, la creatividad, la energía y el esfuerzo; en suma, a los buenos emprendedores y empresarios.

Por un lado, el otorgamiento de crédito privado mejora la asignación de recursos, redistribuyéndolos hacia los emprendedores y empresarios más productivos, lo que aumenta la competencia en las distintas industrias. A su vez, reduce la importancia de la cuna, disminuyendo la conexión entre acceso al crédito y la riqueza.

Considerando la discusión sobre la modernización del mercado financiero chileno que ha generado la reciente creación de una Comisión para el Mercado Financiero (Ley N°21.000) y la reforma a la Ley General de Bancos, actualmente en el Congreso, parece pertinente resaltar dos puntos:

Primero, importa el crédito privado, bancario y no bancario. Mientras a fines de los años 90 casi la totalidad del crédito de consumo era bancario, hoy representa cerca del 60%, y en segmentos de ingreso medio y bajo incluso menos. El mercado financiero está cambiando, nuevas tecnologías ofrecen nuevas formas de crédito, y la regulación y supervisión deben permitir un balance entre estabilidad e innovación, promoviendo que estos oferentes contribuyan a la competencia e inclusión.

Segundo, y a propósito de lo anterior, si bien Chile creció durante las últimas décadas a una tasa similar a la observada en promedio por la muestra de países analizados, dado su nivel de crédito privado sobre PIB (ver Figura N°1), la reducción del coeficiente Gini fue menor (ver Figura N°2).

Una hipótesis para este menor efecto en desigualdad es que la regulación, influida por la crisis de la deuda a comienzos de la década de los 80, castiga la heterogeneidad de oferentes de crédito. Las exigencias en la Ley General de Bancos son prácticamente las mismas para todos los bancos, independientemente de su tamaño y modelo de negocios, y el acceso a la línea de financiamiento del Banco Central se permite exclusivamente a los bancos, excluyéndose, por ejemplo, a las Cooperativas de Ahorro y Crédito.

En conclusión, en Chile hay espacio para avanzar en una regulación y supervisión que promueva la existencia de una mayor variedad de oferentes de crédito, la que podría aumentar el acceso para las PYMES y deudores de bajos ingresos. El bajo nivel de desarrollo de este mercado podría explicar el menor efecto en la desigualdad de la expansión del crédito en Chile, en comparación con el observado internacionalmente.

Referencias

- Hernández L. y Parro, F. (2005). Sistema Financiero y Crecimiento Económico en Chile. En Estudios Públicos, 99: 97-134.
- Levine, R. (2017). Financing Prosperity, University of California, Berkeley.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. En Journal of Economic Literature, 35: 688-726.
- Lucas, R. (1988). On the Mechanics of Economic Development. En Journal of Monetary Economics, 22: 3-42.
- Schumpeter, J.A. (1912). The Theory of Economic Development, Oxford University Press, Oxford.



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

	Fecha	Proyecto	Boletín *	
SENADO	Votados	29-11-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que otorga reajuste de remuneraciones a los trabajadores del sector público, concede aguinaldos que señala, concede otros beneficios que indica, y modifica diversos cuerpos legales. Con excepción de los artículos cuya votación separada se solicitó.	11519-05
		29-11-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica la ley N° 16.744, que establece normas sobre accidentes del trabajo y enfermedades profesionales, con el objeto de eliminar la distinción entre empleados y obreros.	11053-13
		29-11-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica el Código Sanitario para prohibir el uso de leña y otros derivados de la madera o de la biomasa en la Región Metropolitana.	10180-12
		29-11-17	Informe de la Comisión Mixta encargada de proponer la forma y modo de superar las discrepancias producidas entre la Cámara de Diputados y el Senado, respecto del proyecto de Ley de Presupuestos para el Sector Público correspondiente al año 2018.	11452-05
		21-11-17	Aprobación del informe de la Comisión Mixta encargada de resolver las discrepancias producidas durante la tramitación del proyecto de ley que modifica el artículo 37 de la ley N° 19.496, sobre protección de los derechos de los consumidores, a fin de establecer nuevas obligaciones a los proveedores de crédito y a las empresas de cobranza extrajudicial.	10226-03
	Informados Comisión Hacienda	29-11-17	Otorga reajuste de remuneraciones a los trabajadores del Sector Público, concede aguinaldos que señala, concede otros beneficios que indica, y modifica diversos cuerpos legales. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	11519-05
		28-11-17	Modifica la ley N° 16.744, que Establece normas sobre accidentes del trabajo y enfermedades profesionales, con el objeto de actualizar las disposiciones relativas a la denominación de los órganos involucrados en la administración del seguro social. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	11103-13
		28-11-17	Modifica la ley N° 16.744, que Establece normas sobre accidentes del trabajo y enfermedades profesionales, con el objeto de eliminar la distinción entre empleados y obreros. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	11053-13
	Vistos Comisión Hacienda	07-12-17	Proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que crea el Ministerio de Ciencia y Tecnología.	11101-19
		21-11-17	Proyecto de ley que modifica la ley N° 16.744, que establece normas sobre accidentes del trabajo y enfermedades profesionales, con el objeto de eliminar la distinción entre empleados y obreros.	11053-13/11103-13 refundidos
CÁMARA DE DIPUTADOS	Votados	05-12-17	Modifica la ley N° 16.744, que Establece normas sobre accidentes del trabajo y enfermedades profesionales, con el objeto de eliminar la distinción entre empleados y obreros (TERCER TRÁMITE / INFORME ENMIENDAS DEL SENADO).	11053-13
		28-11-17	Otorga reajuste de remuneraciones a los trabajadores del Sector Público, concede aguinaldos que señala, concede otros beneficios que indica, y modifica diversos cuerpos legales. (PRIMER TRÁMITE / PRIMER INFORME).	11519-05
		28-11-17	Ley de Presupuestos del sector público para el año 2018. (PRIMER TRÁMITE / PRIMER INFORME).	11452-05
	Informados Comisión Hacienda	06-12-17	Proyecto de ley que moderniza la legislación bancaria.	11269-05
		06-12-17	Crea una Sociedad Anónima del Estado Denominada Fondo de Infraestructura S.A.	10647-09
		28-11-17	Otorga reajuste de remuneraciones a los trabajadores del Sector Público, concede aguinaldos que señala, concede otros beneficios que indica, y modifica diversos cuerpos legales.	11519-05
		21-11-17	Proyecto de ley que "Crea el Servicio Nacional Forestal y modifica la Ley General de Urbanismo y Construcciones".	11175-01

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



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección de Normas Financieras del último mes (Del 1/11 al 7/12).

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	"Circulares 3627 y 3628 a Bancos, N° 168 a Cooperativas de ahorro y crédito, N° 1 y N° 2 a Emisores y Operadores de tarjetas de pago y N° 32 a Sociedades de apoyo al giro"	"Reemplaza y modifica: 1. Instrucciones de emisión y operación de tarjetas de pago 2. Normas comunes sobre resguardos operacionales y de seguridad"	Todos
				Circular 2017 (N° 4 a Bancos, N° 2 a Cooperativas, N° 3 a Emisoras y N° 2 a Sociedades)	Lineamientos de Educación Financiera	Todos
SVS	Modifica Circular 1679	Establece normas sobre forma de acreditar conocimientos sobre el comercio de seguros y de la postulación al registro de auxiliares del comercio de seguros, como corredor de seguros generales y de vida o liquidador de siniestros	Seguros	OFC 1021	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a noviembre de 2017	Seguros
	Modifica Circular 1928	Modifica normas sobre Obligaciones de las Compañías de Seguros de Vida respecto del Sistema de Pensiones Solidarias y la Bonificación por hijo para las mujeres	Seguros	OFC 1020	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a noviembre de 2017	Seguros
	Modifica Circular 1828	Modifica normas sobre Garantía Estatal por Pensión Mínima para pensionados acogidos a la modalidad de renta vitalicia	Seguros	NGC 421	Establece principios de gestión del reaseguro e información sobre programas de reaseguro	Seguros
				OFC 1019	Identificación de reaseguradores extranjeros	Seguros
				OFC 1018	Comunica tasa de interés de actualización - Diciembre 2017	Seguros
				Circular 2230	Solicita aportes en cumplimiento del DL 1757, correspondientes a noviembre de 2017	Seguros
				OFC 1017	Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable de diciembre de 2017	Seguros
				OFC 1016	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a octubre de 2017	Seguros
				OFC 1015	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a octubre de 2017	Seguros
SP	NT 294	Modifica el título VI de instrucciones sobre administración de riesgo en las Administradoras de Fondos de Cesantía, del libro V del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía	AFC	Circular 2012	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para diciembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
	NT 293	Modifica el título XIV de instrucciones sobre administración de riesgo en las Administradoras de Fondos de Pensiones, del libro V del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones	AFP	Circular 2011	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para diciembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y que corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
	NT 292	Resolución que aprueba el modelo de supervisión basada en riesgos de la Superintendencia de Pensiones	AFP	Circular 2010	Parámetros para el cálculo de límites de inversión de los Fondos de Pensiones y Fondos de Cesantía. Deroga Circular 1994	AFP Y AFC
	NT 291	Se modifica la periodicidad de la revisión de los beneficios solidarios. Modifica capítulo V Letra B del Título V del Libro III, del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones	AFP	Circular 2008	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para noviembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
				Circular 2007	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para noviembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y que corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
mceciliacifuentes.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 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.