



Observatorio Económico >

nº 89 / diciembre 2014



El nuevo plan de salud

Precio y calidad de los fondos mutuos de acciones chilenas

Por Fernando López*

*Ph.D. en Finanzas, Olin Business School, Universidad de Washington, Estados Unidos. Académico FEN.

Un fondo mutuo accionario es un patrimonio formado por aportes de personas naturales y jurídicas que se invierte en acciones nacionales o internacionales. Estos fondos ofrecen una alternativa para inversionistas que tienen un nivel de tolerancia al riesgo relativamente alto y un horizonte de inversión de largo plazo. Una de sus principales ventajas es que permiten invertir en portafolios (o grupos) de varias acciones sin la necesidad de gestionar la inversión en cada una de ellas. Esta gestión está a cargo de expertos en finanzas que implementan estrategias de inversión con el objetivo de generar rentabilidades elevadas con un nivel de exposición al riesgo acotado.

La evidencia internacional muestra que muchos fondos mutuos accionarios no ofrecen la mejor opción de rentabilidad y riesgo.

Debido a su conocimiento de la economía, instituciones y cultura del país en que operan, uno esperaría que los administradores de fondos mutuos entreguen las mejores alternativas de inversión a través de sus fondos accionarios nacionales. Sin embargo, una de las observaciones más populares e intrigantes en materia de inversiones es que

la mayoría no genera las mejores combinaciones de rentabilidad y exposición al riesgo a la que podrían aspirar los inversionistas. En efecto, se ha mostrado que invertir directamente en índices bursátiles que agrupan a las principales empresas de una economía produce una mejor rentabilidad ajustada por riesgo que los fondos mutuos accionarios. También se sabe que la mayoría de los fondos mutuos que son relativamente caros no compensan a sus clientes con mayores rentabilidades. Estos antecedentes son difíciles de entender bajo un paradigma en que los inversionistas toman decisiones informadas y racionales, es decir, buscan obtener las mejores combinaciones de rentabilidad y riesgo disponibles en el mercado financiero.

LOS FONDOS MUTUOS DE ACCIONES CHILENAS NO SON LA EXCEPCIÓN

El Gráfico 1 muestra combinaciones de rentabilidad promedio mensual y exposición al riesgo de mercado de 55 series de fondos mutuos accionarios chilenos vigentes en el periodo 2009-2013. Una vez que se considera la exposición al riesgo de mercado, ninguno de los fondos mutuos

alcanzó una rentabilidad superior al IGPA y solo dos de las series de fondos mutuos obtuvieron rentabilidades levemente superiores al IPSA. En promedio, la rentabilidad de los fondos mutuos fue 4,9 y 3,7 puntos porcentuales inferiores a las del IGPA e IPSA respectivamente. Considerando que las 20 administradoras de fondos mutuos accionarios nacionales administraban cerca de US\$1.162 millones a diciembre de 2013, una extrapolación simple sugiere que los inversionistas dejaron de ganar cerca de US\$56 millones en relación a lo que hubiesen ganado invirtiendo en el IGPA y US\$43 millones en el IPSA. Estas cifras son similares a lo recaudado por la última Teletón.

El Gráfico 2 relaciona la rentabilidad promedio y los costos de las distintas administradoras de fondos mutuos. Podemos apreciar que, en promedio, los fondos mutuos más caros alcanzaron menores rentabilidades que los fondos mutuos más baratos. Si bien esto podría explicarse por diferencias en el grado de exposición al riesgo de mercado, el Gráfico 3 muestra que la mayoría de los fondos mutuos entregó una rentabilidad inferior a la que hubiésemos esperado de

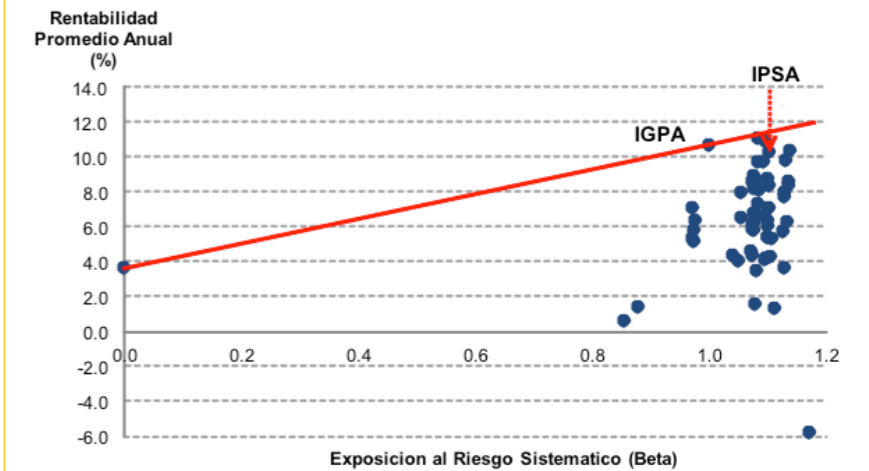
acuerdo a su exposición al riesgo de mercado y que esta rentabilidad disminuye con los costos de administración. En resumen, en los últimos 5 años, la industria de fondos mutuos accionarios nacionales ha tenido un comportamiento consistente con la evidencia internacional.

¿ESTAMOS EN PRESENCIA DE UNA FALLA DE MERCADO?

No necesariamente. Existen al menos tres hipótesis por las cuales los inversionistas no invierten directamente en índices bursátiles y no toman los fondos mutuos más baratos. La primera es que su nivel de conocimiento sobre las alternativas de inversión que tienen disponibles es muy bajo. En este contexto, las administradoras de fondos mutuos extraen rentas de los inversionistas induciéndolos a tomar fondos mutuos más caros. Una segunda alternativa es que los inversionistas valoran atributos más allá de la rentabilidad y riesgo. Algunos ejemplos son asesoría integral que acomoda los intereses y circunstancias personales de los inversionistas, la comodidad de tener más de un mismo servicio financiero con la misma empresa y la confianza y tranquilidad para invertir en activos financieros que no entienden bien. De esta manera, los inversionistas estarán dispuestos a asumir un costo extra por sus fondos mutuos. Una tercera explicación son las expectativas optimistas, en que los inversionistas conocen la información histórica pero apuestan a que su fondo mutuo tendrá un desempeño que compensará los costos.

Entender el rol de cada una de estas hipótesis es un insumo clave para el perfeccionamiento de la regulación del mercado financiero. Si el problema es la falta de conocimiento, deberíamos pensar en una combinación de educación financiera con una reducción de la complejidad de la manera en que se presenta la información de fondos mutuos. Si las diferencias en rentabilidad y riesgo se deben a la presencia de un mercado segmentado en que los inversionistas valoran atributos más allá de la rentabilidad y exposición al riesgo de sus inversiones, o tienen expectativas optimistas acerca de su desempeño, entonces no estaríamos necesariamente en presencia de una falla de mercado. A la fecha no existen estudios para el mercado chileno que nos permitan distinguir entre estas alternativas. ■

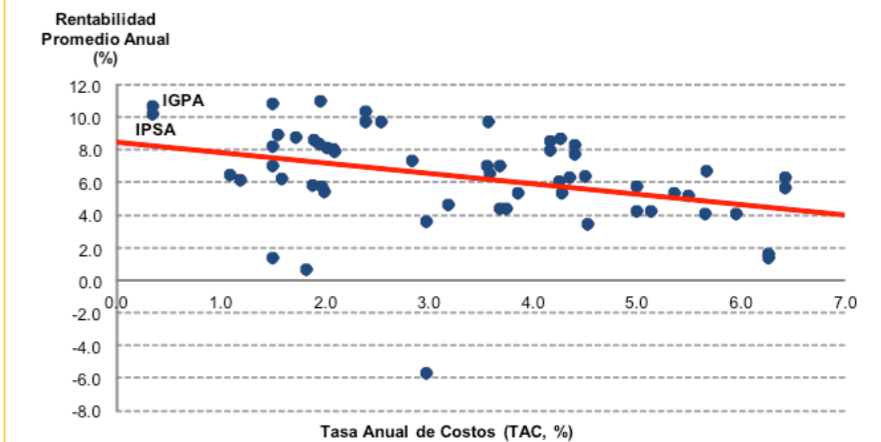
Gráfico 1: Desempeño de fondos mutuos de acciones Chilenas (2009-2013)



Nota: El gráfico muestra la exposición al riesgo sistemático o beta, que se define como la sensibilidad de los retornos de la serie de un fondo mutuo a las fluctuaciones del mercado accionario nacional (IGPA), y la rentabilidad promedio mensual anualizada de los valores cuota de las 55 series de fondos mutuos accionarios nacionales vigentes en el periodo 2009-2013.

Fuente: Elaboración propia con datos de la SVS y Banco Central de Chile.

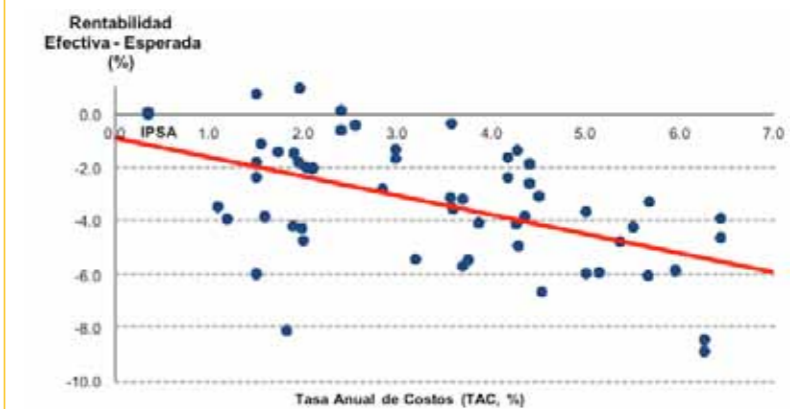
Gráfico 2: Costo vs desempeño de fondos mutuos de acciones Chilenas (2009-2013)



Nota: El gráfico representa la Tasa Anual de Costos (TAC) y la rentabilidad promedio mensual anualizada de los valores cuota de las 55 series de fondos mutuos accionarios nacionales vigentes en el periodo 2009-2013. La TAC incluye remuneraciones y costos de operación del fondo mutuo y excluye comisiones de colocación y rescate.

Fuente: Elaboración propia con datos de la SVS y Banco Central de Chile.

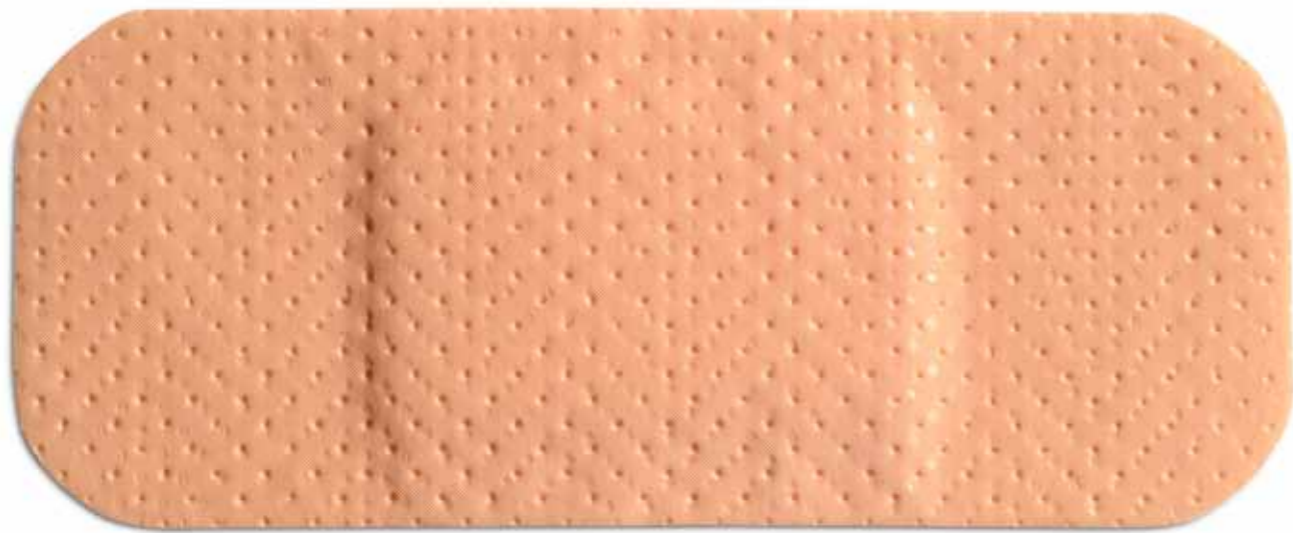
Gráfico 3: Costo vs desempeño de fondos mutuos de acciones Chilenas (2009-2013)



Nota: El gráfico representa la Tasa Anual de Costos (TAC) y la diferencia entre la rentabilidad del fondo y la rentabilidad que se hubiese esperado de acuerdo a la exposición al riesgo de mercado de las 55 series de fondos mutuos accionarios nacionales que estuvieron vigentes en el periodo 2009-2013. La TAC incluye remuneraciones y costos de operación del fondo mutuo y excluye comisiones de colocación y rescate. La rentabilidad efectiva menos esperada de acuerdo a la exposición al riesgo sistemático se conoce técnicamente como Alfa de Jensen.

Fuente: Elaboración propia con datos de la SVS y Banco Central de Chile.

El nuevo plan de salud



Oe

Por Andrea Butelmann* y Matías Bórquez**

*Ph. D Economía, Universidad de Chicago. Directora del Magister en Economía Aplicada a Políticas Públicas UAH

**Ingeniero Comercial UAH, mención Economía.

El reciente anuncio de eliminación del embarazo como causal de preexistencia para ingresar a una Isapre nos enfrenta a los problemas del actual sistema de salud y lo complejo de su solución.

En materia de seguros hay dos tipos de incentivos perversos: el riesgo moral y la selección adversa. Ambos se refieren a comportamientos de los asegurados que dificultan el equilibrio en tales mercados. El riesgo moral habla del incentivo a ser menos cuidadoso una vez asegurado. Por ejemplo, al tener un seguro automotriz, el dueño del auto adoptará menos medidas anti robos. La selección adversa se refiere a que los individuos con mayores riesgos inherentes van a asegurarse más, produciendo un espiral de aumento de costos. Los dos fenómenos surgen de la asimetría

de información, ya que la aseguradora no sabe cómo distinguir entre individuos más y menos cuidadosos o, con más y menos riesgos inherentes.

La eliminación del embarazo como causal de preexistencia probablemente no produciría riesgo moral, en el sentido de que se tengan más hijos por el sólo hecho de acceder a una Isapre una vez embarazada. Pero sí, se puede dar fácilmente el fenómeno de la selección adversa, al decidir afiliarse recién cuando se entera que espera un hijo, es decir, se asegura sólo cuando está en "alto riesgo" de usar el seguro y el resto del tiempo no paga nada. Con esto, suben los costos a las Isapres y, consecuentemente, sus primas.

Hemos usado este ejemplo para contextualizar el análisis de la propuesta de

la Comisión Asesora Presidencial para el Estudio y Propuesta de un Nuevo Modelo y Marco Jurídico para el Sistema Privado de Salud.

LAS PREEXISTENCIAS, EL DEBILITAMIENTO DE LA COMPETENCIA Y LA SELECCIÓN ADVERSA

El sistema de Isapres es poco competitivo dado que el sistema de preexistencias y la multiplicidad de planes poco comparables reducen la movilidad de sus afiliados. A ello se suma la integración vertical entre aseguradores y prestadores que podría estar dificultando la entrada de nuevas Isapres. Sin embargo, una vez que se incorpora al análisis el concepto de selección adversa, se entiende que estos mecanismos -si bien impiden una sana competen-

cia-, están más motivados en un intento de enfrentar los efectos de la selección y reducir los costos de cada aseguradora. Es decir, son inherentes al sistema tal como está hoy concebido.

Pero, ya que es posible escoger dónde asegurarnos, los individuos con más riesgo de enfermarse son los que más se asegurarán. En Chile todos los trabajadores están obligados a cotizar, en planes privados, o en el sistema público FONASA. La selección adversa se da entonces, por la selección de los consumidores que son riesgosos y compran planes de alta cobertura (pueden pagarlo); por la reacción de la Isapre que rechazará a individuos de alto riesgo con preexistencia o los guiará hacia la maraña inentendible de planes más caros. Así, las preexistencias y la multiplicidad de planes son los instrumentos para enfrentar la selección adversa y -al mismo tiempo- eliminan el carácter de seguro de las Isapres pues elegirán sólo individuos cuya cotización sea mayor a sus gastos esperados en salud.

La solución propuesta por la Comisión es, obviamente, eliminar preexistencias para generar movilidad entre Isapres y reducir fuertemente el número de planes. En principio habría un solo plan y se podrían ofrecer algunas variaciones para redes de prestadores más caras, financiadas con cotizaciones adicionales a la obligatoria. Para reducir los riesgos que genera la selección adversa para cada Isapre, las cotizaciones obligatorias se recaudarían en un fondo que se repartiría entre Isapres en función del riesgo de su cartera. Es decir, se elimina la selección adversa emulando el caso hipotético de un solo asegurador al compartirse riesgos. Sin embargo, este fondo de compensación cubriría solamente a las Isapres y no a los adscritos a FONASA, que es casi el 80% de la población. Así, los problemas de selección adversa prevalecen y la Comisión -aun reconociéndolos- no hace propuestas para los traslados desde FONASA a Isapre ante una enfermedad de alto costo; precisamente, con el caso que comenzamos este artículo.

En resumen, estos cambios eliminan la discriminación en el sistema privado, ya

que todos pagarán lo mismo por igual cobertura sin importar edad, sexo ni condición. Lo que permitirá tener un seguro de por vida en que comparta los riesgos propios del ciclo vital.

RIESGO MORAL, COPAGO Y SOBREUSO

El riesgo moral surge de la información asimétrica. Si el asegurador pudiera determinar quién da un uso más racional al sistema de salud, podría incentivar tal comportamiento con reducciones en primas. Creemos que la asimetría de información no es total y que se podría avanzar en eficiencia cobrando menos, por ejemplo, a los no fumadores o a los que se mantienen delgados. En todo caso, desde este punto de vista es un gran avance eliminar la discriminación por edad y sexo, siendo claro que nada se puede hacer para no envejecer, ser mujer o estar en edad fértil.

La Comisión intenta enfrentar el riesgo moral recomendando regular los copagos de forma de desincentivar a la gente a solicitar prestaciones "innecesarias". Sin embargo, tal demanda, en especial la de exámenes médicos, es necesariamente inducida por los médicos, dejando a los afiliados con pocos grados de decisión. En este sentido, la Comisión Asesora añade una restricción en orden a prohibir que los prestadores ofrezcan seguros complementarios, lo que es un paliativo muy parcial al problema.

SEGURIDAD SOCIAL Y SU DEFINICIÓN

El mandato presidencial planteó que las reformas debían tender a un "sistema de seguridad social", sin ahondar en definiciones. La Comisión adoptó la definición de seguridad social -que este año emitió un grupo consultivo de la OMS que señala que en un sistema de seguridad social debe haber traspasos de jóvenes a viejos, de sanos a enfermos y de ricos a pobres. De cara a la tercera exigencia, la Comisión recomendó que el 7% de la -hasta ahora- cotización individual de salud pasaría a ser un aporte solidario.

Nos parece discutible que un seguro -con igual cobertura para todos- tenga

precios distintos para trabajadores con ingresos diferentes. En general, es más eficiente y equitativo hacer política redistributiva con los ingresos tributarios, que tienen una base más amplia de contribuyentes ricos. Se debe recordar que los ingresos del capital no contribuyen a la salud y que las contribuciones a la salud del 7% se aplican a los ingresos laborales de hasta 72,3 UF y que, los más pobres cotizan en FONASA. Por tanto este subsidio sería entre individuos de distintos ingresos, pero de clase media, o con ingresos superiores, pero con un aporte limitado por el tope mencionado.

La Comisión discutió estos tópicos y declaró que si bien lo óptimo es financiar el derecho a la salud con impuestos generales, descartó esta recomendación -al menos en el mediano plazo- ya que los impuestos en Chile no serían tan progresivos y, además, la reciente reforma tributaria para la educación imposibilitaría otra para salud.

El informe de la Comisión es un gran aporte para entender el origen de los problemas del sistema de salud en Chile y, sin duda, enriquecerá el debate. Sin embargo, la propuesta deja temas de fondo sin solucionar y demanda una cantidad de institucionalidad y regulaciones que ponen en cuestión su viabilidad y urgencia. En efecto, a pesar de que la Comisión debía focalizarse en los cambios para el sector privado de salud, ella manifiesta claramente que urge mejorar la organización de atención de salud del sector público.

Más complejo aún parece el hecho que la mayoría de comisionados vean los cambios propuestos por ellos como una transición hacia un sistema que integre totalmente el sistema de salud, dejando los seguros privados sólo para complementar con cotizaciones voluntarias. Sin entrar a dirimir entre las distintas propuestas de largo plazo, pareciera ser mucho trabajo político e institucional hacer cambios tan demandantes que sirvan sólo por 10 años. ■

Oe

Consumidor y mercado:

Más protección es necesaria, pero en exceso es mala

Por Fernando Fuentes* y Eduardo Saavedra**

*Master en Economía, Universidad de Georgetown Estados Unidos y Académico FEN.

** Ph.D. en Economía Universidad de Cornell, Estados Unidos y Académico FEN

El mensaje que acompaña al proyecto de Ley que reforma la Política de Protección al Consumidor en Chile deja en evidencia una clara debilidad institucional en la materia y la precariedad del SERNAC (Servicio Nacional del Consumidor) como ente fiscalizador. Lo que pretende el cambio propuesto es: fortalecer a dicho Servicio en materias de fiscalización, sanciones, interpretación de la ley, entre otras; poner fin a los Juzgados de Policía Local para resolver infracciones en materias de interés individual, traspasando las denuncias al SERNAC y las acciones de indemnización a los Tribunales Ordinarios de Justicia; fortalecer las Asociaciones de Consumidores; aumentar las multas máximas por infracciones a la ley; lograr la reparación íntegra de los daños causados, en particular incluir el daño moral en juicios de interés colectivo o difuso; y, por último, aumentar los plazos de prescripción de las faltas, de 6 meses a 2 años.

¿Por qué se debe proteger a los consumidores en una economía de mercado? La respuesta es simple y directa, porque la soberanía del consumidor -propia de toda economía de mercado-deja de ser tal cuando no se cumplen tres premisas básicas para su funcionamiento eficiente: primero, asimetrías de información que llevan muchas veces al engaño a los consumidores menos informados; segundo, por restricciones transaccionales que dan espacio al comportamiento oportunista (en este aspecto se evidencia una

seria debilidad institucional en Chile); y, por último, por restricciones intelectuales que abren el espacio para decisiones racionalmente limitadas. Las políticas de protección de los consumidores serán más o menos eficientes y eficaces de acuerdo a cómo se ataque cada uno de estos tres problemas¹. En la Figura 1 se presentan las políticas de protección a los consumidores más usuales que se asocian a las tres fallas de mercado enunciadas.

Figura 1



¿Cómo estamos en Chile en protección al consumidor? Al compararnos con los países más desarrollados, se observa que ellos han implementado políticas efectivas de protección a los consumidores que contrastan con la realidad chilena. Lo que deja en evidencia una brecha importante a remediar, que explicaría la intensidad del proyecto de Ley enviado al Congreso. Cabe destacar que un trabajo previo de los autores de este artículo sostiene que el marco legal chileno presen-

ta debilidades para una eficaz ejecución de los objetivos estratégicos de largo plazo de la política de protección a los consumidores; entre otras, por el carácter supletorio de la ley, la carencia de atribuciones del SERNAC para sancionar el incumplimiento de la ley, la existencia de asociaciones de consumidores muy limitadas financieramente, y la especificación de multas muy bajas comparadas con los beneficios de incumplir la ley.

No obstante, es frecuente que propuestas tendientes a resolver los mencionados problemas se encuentren con la oposición de algunos sectores empresariales, e incluso de reguladores sectoriales, que relevan posibles abusos y eventuales pérdidas en que pudieran incurrir las empresas como resultado de las acciones llevadas a cabo en el contexto de la protección de los consumidores. En el otro sentido, también se observan posiciones extremas que formulan la protección a los consumidores como una postura contraria al necesario desarrollo de las economías modernas. En este contexto, da la impresión de que en términos culturales nuestro país aún no incorpora plenamente la validez del ejercicio de los derechos de los consumidores y su complementariedad con una economía de mercado fortalecida.

Como un aporte a esta discusión, la Figura 2 entrega recomendaciones que constituyen, de acuerdo a estos autores, los aspectos centrales a tener presente para un fortalecimiento de la política de protección a los consumidores en el país.

Figura 2

Revisar la supletoriedad de la ley a través de una instancia de coordinación entre las instituciones involucradas que posibilite un acuerdo de trabajo ex-ante, transparente y vinculante para las agencias gubernamentales	Crear instancia judicial especializada en materias económicas que vea, entre otras, estas materias del consumidor, dejando a SERNAC determinar en primera instancia el resultado de las reclamaciones
Reglamentar un protocolo de trabajo que fije cómo determinar los estudios que realiza el SERNAC, siguiendo criterios (transparencia, robustez estadística, interacción con empresas y consumidores y publicidad de los estudios).	Fortalecer el financiamiento a las organizaciones de consumidores por un período transitorio, de modo de fomentar la profesionalización de sus directivas.
Establecer restricciones adicionales, en lo referido a inhabilidad y dedicación exclusiva, para que el Director Nacional y los Directores Regionales del SERNAC puedan postular a cargos de representación política	Definir a nivel reglamentario la obligación de que las empresas tengan un registro público de los reclamos recibidos, de fácil acceso a través de Internet, donde se presenten los estados de las distintas reclamaciones.

Ciertamente que el lento avance en estas materias luego de 17 años de vigencia la ley que creó al SERNAC, junto a la cerrada oposición del mundo empresarial y la derecha política para aumentar la protección de los consumidores, han llevado a una propuesta del ejecutivo que excede un fortalecimiento de la protección del consumidor que tenga un carácter pro-mercado. En efecto, tomando en cuenta que hay varias iniciativas que apuntan en la dirección correcta, destacamos los siguientes aspectos que son, a nuestro juicio, problemáticos del proyecto de ley en discusión:

- No parece razonable que un organismo público tenga un carácter fiscalizador, sancionatorio y al mismo tiempo con facultades interpretativas de ley, ya que ello facilita el surgimiento de acciones contrarias a las empresas sin el necesario contraste de opiniones.
- No se establecen prohibiciones temporales para las autoridades del SERNAC de participar en contiendas políticas, lo que puede fomentar el mal uso de la institucionalidad con fines ajenos a su propia naturaleza.
- La facultad resolutoria del SERNAC en cuanto a las infracciones debe ser revisada y tipificada en detalle respecto de los procedimientos válidos, de manera que todas las partes tengan el derecho a ser escuchadas y a recibir respuestas fundadas, ya que su mal uso puede llevar a establecer un clima de falta de confianza en el desarrollo de nuevos proyectos de inversión.

• Debe revisarse el financiamiento de las asociaciones de consumidores, ya que el nuevo esquema podría derivar en ataques con intereses particulares en contra de determinadas empresas; o, lo que puede resultar peor aún, que estas asociaciones sean capturadas por empresas para sus propios fines.

En definitiva, la intención de legislar para fortalecer los derechos de los consumidores es correcta y consistente con el funcionamiento eficiente de una economía de mercado, sin embargo, una ley que entregue excesiva discrecionalidad a la autoridad puede redundar en un daño económico permanente al país. Lamentablemente esta sobre reacción es la consecuencia lógica de la indolencia y los ínfimos avances en la materia, problemática que también puede darse en salud, educación, previsión y el campo laboral. ■

¹Rischkowsky, F. y Döring, T. (2008). "Consumer Policy in a Market Economy". *Journal of Consumer Policy* 31, 285-313.

²Fuentes, F. y Saavedra, E. (2012). "Fundamentos, Práctica y Recomendaciones para una Política Efectiva de Protección al Consumidor". Serie Documentos de Investigación 1 - 283, Universidad Alberto Hurtado.

Observatorio Económico

Decano: Jorge Rodríguez Grossi
Fono Facultad: 2889 7366
e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl
fen.uahurtado.cl

Producción OE: Escuela de Periodismo UAH



UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO

FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

CALIDAD ACADÉMICA

El **100%**



del cuerpo docente de planta **tiene estudios de postgrado** en las más prestigiosas universidades.

INVESTIGADORES



Nuestros profesores profundizan y actualizan sus conocimientos: **investigan y publican sobre las materias que imparten.**

BIBLIOTECA

Contamos con una **biblioteca** con más de



240,000 volúmenes

CARRERAS DE PREGRADO

- Ingeniería Comercial
- Contador Público Auditor
- Gestión de la Información, Bibliotecología y Archivística

CARRERAS PARA PROFESIONALES

- Contador Público Auditor
- Ingeniería Comercial para Profesionales

MAGÍSTER

- MBA – Magíster en Administración de Empresas
- Master of Arts In Economics (Doble Grado con Georgetown University)
- Magíster en Gestión de Personas en Organizaciones
- Magíster en Economía Aplicada a Políticas Públicas

DIPLOMADOS

- Diplomado en Gestión de Personas
- Diplomado en Finanzas Globales
- Diplomado en Estrategia y Gestión de la RSE
- Diplomado en Dirección y Gestión de Empresas
- Diplomado en Consultoría y Coaching
- Diplomado de Archivística

INFORMACIÓN Y CONTACTO

Almirante Barroso 10 • Metro Los Héroes • Teléfono: 26920200
www.uahurtado.cl • postgrados@uahurtado.cl
www.fen.uahurtado.cl



UNIVERSIDAD ACREDITADA / 5 AÑOS
Gestión Institucional / Docencia de
Pregrado / Vinculación con el Medio
Desde diciembre 2009 hasta diciembre 2014