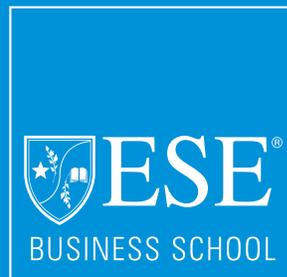


CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 11 / ABRIL 2018



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA

LAS EXPECTATIVAS SUPERAN LA REALIDAD

BANCA

**¿POR QUÉ Y CÓMO SE REGULA LA BANCA?
PRINCIPALES RIESGOS Y CÓMO LOS ENFRENTA
EL REGULADOR**

PENSIONES

**MEJORAN INDICADORES DE COTIZANTES
AL SISTEMA DE PENSIONES**

MERCADO DE CAPITALES

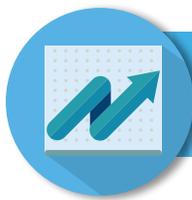
**DISMINUCIÓN DEL RENDIMIENTO Y
VOLATILIDAD SECTORIAL EN LA BOLSA
LOCAL**

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES

**EL CASO DE IRLANDA: LOS BENEFICIOS
SOCIALES DE REDUCIR EL TAMAÑO DEL
ESTADO**

**NUEVA NORMATIVA
FINANCIERA**

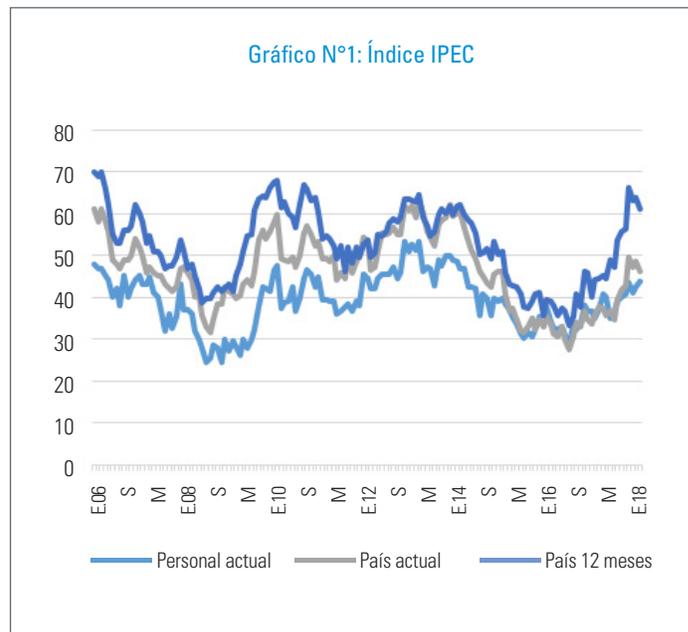




LAS EXPECTATIVAS SUPERAN LA REALIDAD

Los diversos indicadores de expectativas muestran un vuelco muy significativo posterior a la segunda vuelta presidencial. Sin embargo, al menos hasta ahora, las cifras de actividad económica evidencian un repunte bastante más marginal que el cambio de ánimo de los agentes económicos. Es notable, por ejemplo, el fuerte repunte que han mostrado las estimaciones de crecimiento de la encuesta de expectativas del Banco Central, tanto para el año en curso como para 2019. La estimación del PIB para 2018 ha subido de 2,5% a mediados del año pasado a 3,5% en marzo, y las estimaciones para 2019, de 3% a 3,7% en ese lapso. Este significativo aumento difícilmente puede ser atribuido sólo a las condiciones externas, ya que éstas empezaron a mejorar en forma previa al repunte visto internamente. En marzo el BCCH preguntó también por la expectativa para 2020, con un resultado de 3,8%. En definitiva, el mercado espera que al menos durante este trienio el país crezca por sobre su nivel potencial, a un ritmo que más que duplica el de los cuatro últimos años (1,7%).

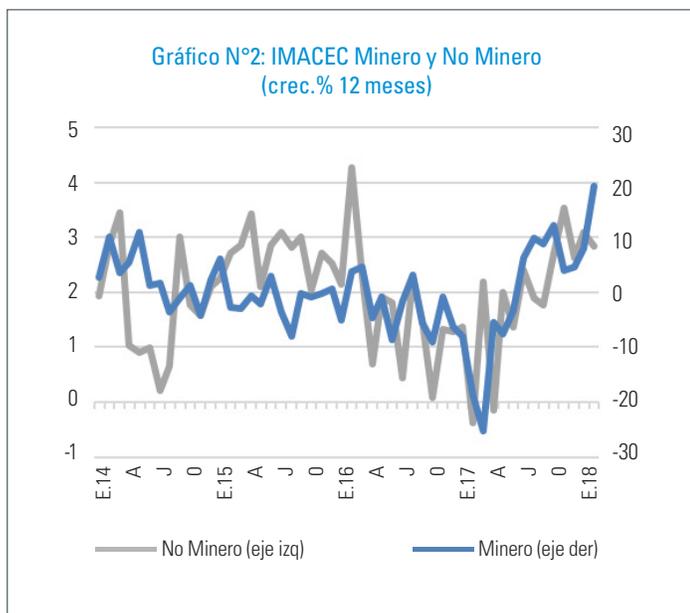
El índice de percepción económica IPEC que elabora Adimark, muestra también una mejoría significativa, aunque se observa una desalineación entre la percepción de la situación económica actual y la esperada, que no se había observado antes, como puede verse en el Gráfico N°1. Las expectativas a futuro han mejorado bastante más que la evaluación que se hace de la situación actual, y no es descartable que sufran una corrección a la baja en los próximos meses.



Fuente: Banco Central.

El gobierno de Sebastián Piñera se puso como meta duplicar la tasa de crecimiento de la administración anterior, y si miramos las expectativas de crecimiento, ese objetivo estaría asegurado. Sin embargo, si bien las cifras de actividad también muestran un repunte, éste se explicaría en parte importante en factores puntuales, como fue la huelga de Escondida del primer semestre de 2017. Es así como el IMACEC de febrero mostró un crecimiento en doce meses de 4%, con un repunte de 19,4% del IMACEC minero, pero sólo de 2,8% para el IMACEC no minero.

En definitiva, si bien a la luz de las expectativas de corto plazo ritmos de crecimiento cercanos a 4% parecen razonables, lo cierto es que este número sigue siendo una meta muy exigente en el mediano plazo. El crecimiento potencial del país está por debajo del 3%, y no basta un repunte transitorio de la inversión para mejorar esa cifra, mientras no cambien los determinantes de mediano plazo. El gobierno requiere lograr acuerdos políticos para implementar reformas que eleven el ahorro, la inversión y la productividad de factores, y lo que se ha visto en este primer mes de gobierno en el tema político es que esa no es una tarea fácil.



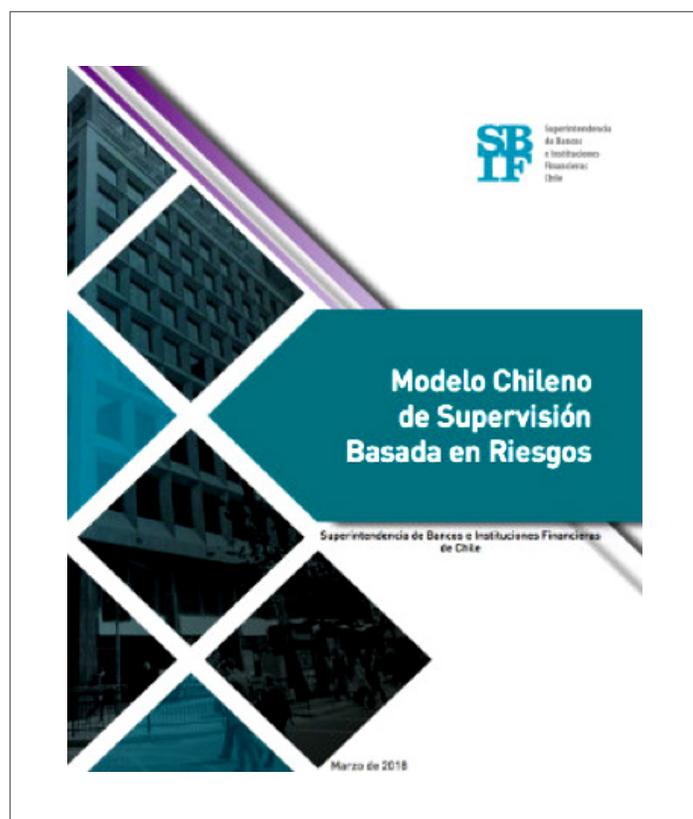
Fuente: Banco Central.

En ese sentido, estas expectativas favorables pueden terminar siendo negativas para el gobierno, ya que finalmente los resultados se evalúan comparando las expectativas con la realidad. Perspectivas demasiado favorables juegan en contra de la valoración final.

Por lo tanto, hace bien el gobierno en señalar las importantes dificultades que enfrenta en materia fiscal y en otras, ya que eso es estrictamente cierto. Por otra parte, la reducida inflación del mes de marzo, de 0,2%, vuelve a poner el ojo en la política monetaria, ya que la inflación en doce meses se sitúa en 1,8%, por debajo del rango meta entre 2% y 4%. Es posible que durante un par de meses se mantenga por debajo de 2%, para empezar a subir en forma moderada en el segundo semestre. Este escenario está internalizado en las estimaciones de inflación que presentó el Banco Central en IPoM de marzo, que estimó una inflación en doce meses en diciembre de 2,3%. Como resultado, las tasas de interés en pesos y en UF se deberían mantener en niveles muy reducidos en términos históricos.

¿POR QUÉ Y CÓMO SE REGULA LA BANCA? PRINCIPALES RIESGOS Y CÓMO LOS ENFRENTA EL REGULADOR

Uno de los temas más desconocidos en el mundo financiero, es cómo se regula la banca. Se sabe que debido a sus potenciales efectos en el sistema financiero y la economía, debe ser regulada, pero se conocen pocos detalles respecto de cómo y qué se regula.



Fuente: SBIF.

La SBIF, a mediados del mes pasado publicó un artículo donde intenta explicar, en palabras simples, esta función. Agradecemos la iniciativa y en este informe presentamos los principales elementos, sobre todo luego que en 2017 la misma SBIF formalizara una matriz de riesgos de gestión bancaria y una metodología para ser evaluados.

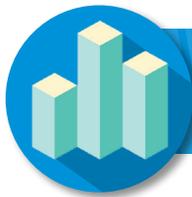
Supervisión basada en riesgos

Uno de los elementos centrales de la supervisión del sistema bancario es lo que comúnmente se llama “Supervisión basada en riesgos” (SBR).

Promovida internacionalmente y no sin algunos detractores –en parte se le culpa de la crisis financiera de 2008, pues fue relevo de la supervisión tradicional basada en reglas– se ha transformado en el estándar global de supervisión bancaria y en sus últimas versiones incorpora el aprendizaje adquirido a partir de dicha crisis. Diversos países tienen modelos que difieren marginalmente, pero que buscan el mismo objetivo: una mirada integral no sólo de los riesgos tradicionales del sistema bancario, sino también de los riesgos asociados a los procesos y las herramientas de gestión para enfrentarlos.

En estricto rigor, hoy es considerada no sólo como la evolución natural de la supervisión basada en reglas, sino principalmente un complemento de esta (y Basilea III así lo reconoce). Consiste en determinar la probabilidad y severidad de los eventos riesgosos a los cuáles el sistema bancario está sujeto, e identificar los mecanismos disponibles para gestionarlos. El objetivo de la SBR es establecer mecanismos de control y gestión para reducir la probabilidad de ocurrencia de eventos riesgosos que afectan la estabilidad financiera del banco; y su severidad en caso de ocurrencia (reconociendo que dichos eventos nunca serán 100% eliminados). El supervisor busca que los bancos “identifiquen, midan, controlen y monitoreen de manera adecuada los riesgos a que están expuestos”.

Esto a su vez impone nuevos requisitos a la alta dirección. El Directorio debe no sólo mantenerse informado, sino que establecer políticas acordes para definir el nivel de riesgo tolerable y cómo gestionarlo. En paralelo la función de riesgos debe ser un contrapeso para las decisiones comerciales. Finalmente, el control interno y la función de auditoría toman un rol más preponderante.



Riesgos

La primera pregunta que surge entonces, es qué riesgos deben ser mitigados. El artículo de la SBIF recoge cinco tipos de riesgos: de crédito, financiero, operacional, de inversión en sociedades y de lavado de activos.

1- Riesgo de Crédito

- Probabilidad de no pago de créditos bajo las condiciones estipuladas en los contratos.

2- Riesgo Financiero

- Efectos de cambios en variables macro-financieras (tasa interés, tipo de cambio, precio activos, etc.).

3- Riesgo Operacional

- Se refiere a los procesos internos, la continuidad del negocio, la seguridad de la información (incluyendo la externalización de servicios).

4- Riesgo de Inversión en Sociedades

- Impacto de sucursales, operaciones en el exterior, filiales y sociedades de apoyo al giro.

5- Riesgo de Lavado de Activos

- Posibilidad de facilitar operación financiera de actividades ilícitas

Para el primero la SBIF destaca el rol del directorio en la definición y control de metas comerciales, como asimismo los mecanismos y procesos internos (incluyendo el nivel de provisiones disponibles y cómo calcularlas).

Para el segundo la SBIF se fija en las capacidad de medición, monitoreo y control de estos riesgos. Incluye la separación de funciones de control, toma y operación de riesgos.

El tercer riesgo es monitoreado revisando el rol del Directorio y la alta administración, los procesos internos y su consistencia con las políticas establecidas por la entidad (destacando la efectividad de las funciones de riesgo y auditoría interna).

Para la gestión del cuarto riesgo, la SBIF destaca el rol del gobierno corporativo del Banco y de los sistemas de información que permiten controlar las actividades y riesgos de las sociedades bajo su alero. También se destaca el control cuidadoso de las operaciones intra-grupo.

Finalmente, el quinto y último riesgo es monitoreado con mecanismos del tipo "conozca a su cliente", identificación de operaciones inusuales y la independencia de la función de auditoría.

Midiendo los riesgos

Si bien varios de estos riesgos son medibles de manera estadística, otros son más complejos de evaluar pues requieren considerar elementos cualitativos y cuantitativos.

Es así como el perfil de riesgo de una institución es el resultado de la interacción de estos cinco tipos de riesgo, el análisis cuantitativo de las medidas disponibles para gestionarlo (ratios, indicadores, análisis comparado, etc.) y el análisis cualitativo de carácter más discrecional.

Cabe mencionar que gran parte de los indicadores cuantitativos son estándares globales que la SBIF publica de manera periódica en su página web (indicadores de solvencia, eficiencia, créditos, etc.). Por su parte los indicadores cualitativos requieren del juicio experto.

Finalmente, para medir la gestión de cada uno de estos riesgos, la SBIF considera los procesos internos otorgando una de cuatro clasificaciones posibles: "Cumplimiento", "Cumplimiento material", "Cumplimiento insatisfactorio" e "Incumplimiento".

Fuente: Elaboración propia basado en SBIF.



La suma del perfil de riesgo más la evaluación de la gestión de estos (Figura N°1), entrega la clasificación global de riesgos de una institución bancaria.

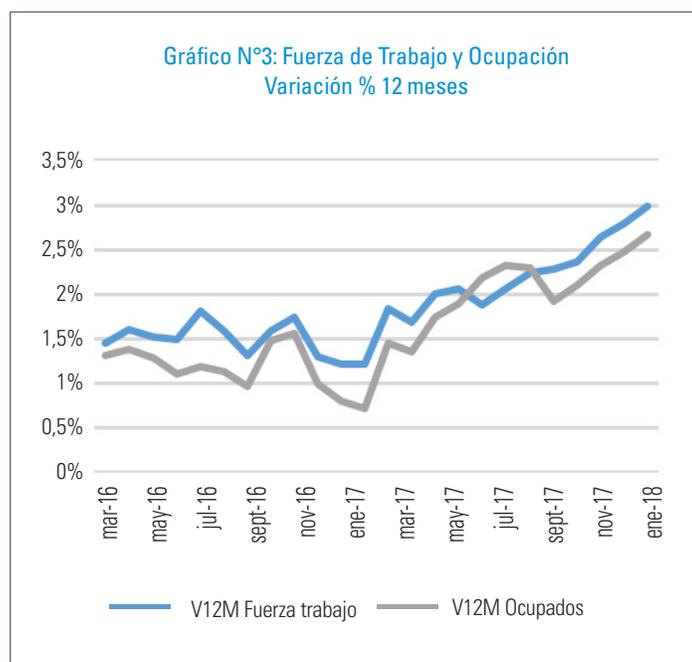


Fuente: SBIF, figura 3 en "Modelo Chileno de Supervisión Basada en Riesgos".



MEJORAN INDICADORES DE COTIZANTES AL SISTEMA DE PENSIONES

Según datos del INE, la tasa de desempleo aumentó en 0,3 puntos, llegando a 6,7% en el trimestre diciembre-febrero. Esta cifra fue resultado de un aumento de 3% en la fuerza de trabajo y de 2,7% en la ocupación. La reacción de los especialistas a este aumento en la tasa de desempleo fue un optimismo cauteloso, lo que sorprendió al público general. Esto se debe a que estamos acostumbrados a mirar la tasa de desempleo como único indicador; y como ella empeoró, no es fácil entender que podría ser algo positivo.



Fuente: INE.

El optimismo se debe a un tema técnico pero razonable. A medida que las expectativas mejoran, personas que en un escenario de enfriamiento de la economía habían decidido dejar de buscar empleo (trabajadores “desalentados”), vuelven al mercado laboral. Como el desempleo se mide sobre la fuerza de trabajo, aunque aumente el numerador –número de personas empleadas–, también aumenta el denominador y por lo tanto el efecto final es ambiguo. Tal vez por esta razón los países desarrollados suelen mirar con más atención datos de creación y destrucción de empleo.

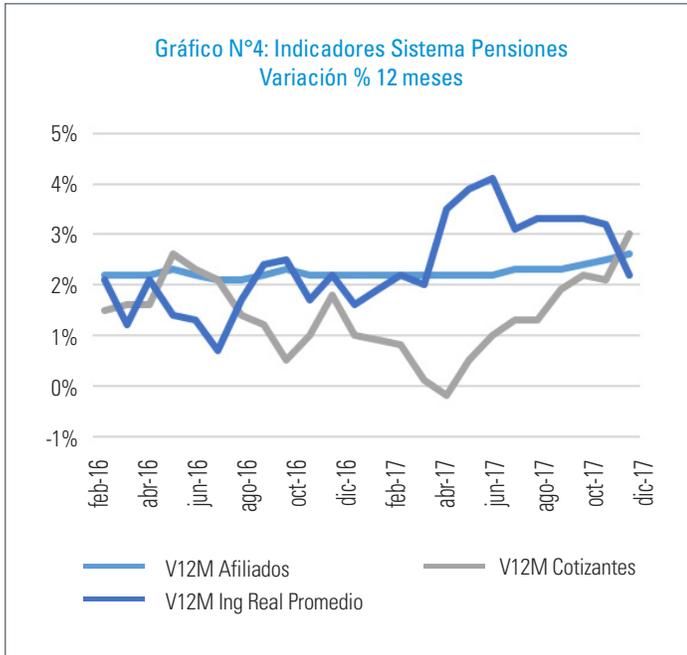
¿Pero en qué se traduce esto para efectos de las pensiones? Para las pensiones no basta con mejores expectativas, ni siquiera mejores tasas de empleo. Lo relevante son los empleos formales con capacidad de pagar cotizaciones (y el monto de estos aportes).

Tal vez los tres indicadores que mejor ayudan a comprender el impacto del empleo en las pensiones, son la tasa de afiliación, el número de cotizantes y el ingreso promedio de los cotizantes.

El primero mide el número de personas afiliadas que ha cotizado en algún momento de su vida en el sistema. Este número, que a enero de 2018 alcanza los 10.641.241 afiliados, si es mirado de manera independiente puede ser engañoso, pues personas que trabajaron por un mes aparecerán como afiliados (generalmente cotizantes pasivos), sin que ello implique un aporte real a su pensión.

El segundo –número de cotizantes, que en enero de 2018 alcanzó los 5.460.876– está afectado por el desempleo, cambios en la naturaleza del trabajo (personas que cambian entre trabajos informales y formales), las decisiones personales en el caso de los trabajadores independientes (personas que comienzan a cotizar como independientes por decisión propia) y finalmente por cambios en el ciclo de vida del trabajador (personas que ingresan por primera vez y aquellas que se retiran del mercado laboral). Consideramos que es el más relevante de los indicadores seleccionados.

El tercer indicador, el promedio de los ingresos cotizados, puede ser visto como un termómetro de la capacidad de negociación de los empleados sobre los empleadores, como también del dinamismo del mercado laboral.



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Al mirar estos tres indicadores (Gráfico N°4), queda en evidencia que en los últimos meses el mercado laboral formal está mostrando una recuperación incipiente (el número de cotizantes ha vuelto a crecer sobre un 3%, cifras no observadas desde aproximadamente 2013). Sin embargo, esta mejora aún no va acompañada de un aumento notorio en los ingresos reportados y ello podría deberse al aumento de la fuerza laboral. Esto es consistente con la teoría económica, la cual indica que primero se recupera el empleo, luego vuelven al mercado laboral los trabajadores “desalentados” –lo que mantiene los sueldos en niveles estables– y finalmente, al no quedar holguras en la oferta de empleo, comienza a subir el salario. Esperamos observar pronto esto último, única solución de largo plazo para mejoras sostenibles en la pensión.

DISMINUCIÓN DEL RENDIMIENTO Y VOLATILIDAD SECTORIAL EN LA BOLSA LOCAL

En el informe de enero realizamos un análisis de la volatilidad bursátil en América Latina¹. A continuación, nos concentraremos en la bolsa chilena y en la evolución de sus índices sectoriales durante 2017 y el primer trimestre de 2018.

El año pasado fue un año bastante positivo para la Bolsa local. El IPSA tuvo un crecimiento del 34%, impulsado principalmente por el aumento del precio del cobre y las mejores perspectivas económicas sobre lo que ocurriría en Chile y en los mercados internacionales durante 2018. De hecho, los índices con mayor aumento de valor fueron *Commodities* (64,9%), Industrial (54,9%) y Construcción e Inmobiliaria (53,2%) (ver Gráfico N°5 y Cuadro N°1).

No obstante, el comienzo de 2018 ha sido diferente. Durante el primer trimestre el IPSA perdió un 0,4% de su valor, siendo los índices con menor rendimiento *Commodities* (-5,2%), Construcción e Inmobiliaria (-4,1%) y Retail (-3,4%). Lo anterior se debe principalmente a que los mercados financieros internacionales han experimentado días turbulentos, debido a que los anuncios y amenazas entre EE.UU. y China han aumentado los temores de que se pueda generar una guerra comercial entre las dos mayores economías del mundo. Estas preocupaciones han provocado una caída de la Bolsa y un aumento de su volatilidad durante el primer trimestre del presente año.

A lo anterior se suman las señales de endurecimiento de la FED en EE.UU. en los últimos meses, que se traducen en una posible alza de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal. Estas perspectivas de mayores retornos en los fondos federales aumentan el atractivo para los inversionistas en los mercados de renta fija y títulos del Tesoro, mientras que las apuestas en acciones se vuelven menos interesantes en términos relativos.

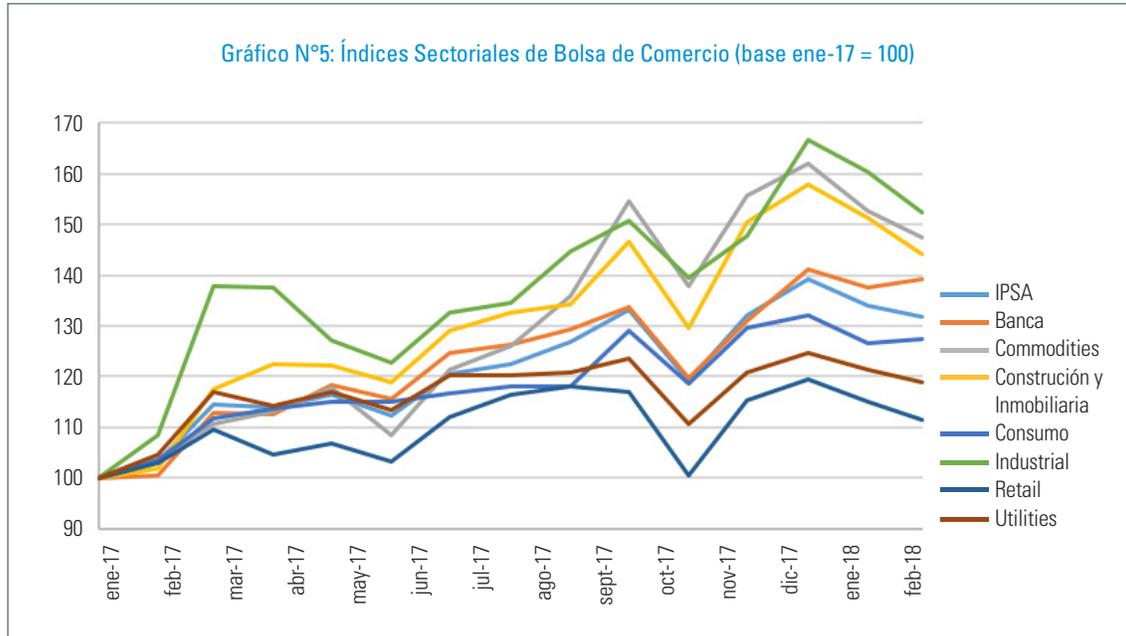
Otro factor importante fue la apreciación del peso respecto a las principales monedas ocurrida en febrero, lo que impactó negativamente en las posiciones sin cobertura cambiaria.

No obstante lo anterior, es posible observar que durante el primer trimestre de 2018, el rendimiento del sector bancario fue diferente al de los otros sectores, siendo junto al índice Industrial (3,1%) los únicos con rendimiento positivo y superando un crecimiento del 6% en lo que va del año (ver Cuadro N°1).

Lo que ha hecho que la banca sobrelleve mejor estos shocks globales, tiene que ver con sus buenas perspectivas para este año, dado lo íntimamente ligado que está el rubro al ciclo económico del país. De hecho, las previsiones que tiene el mercado para la economía local han sido uno de los principales motores del sector en los últimos meses, siendo uno de los sectores más procíclicos del mercado.

Finalmente, cabe destacar que el mercado está a la espera de los efectos de mayores requisitos de capital de Basilea III, cuando empiece a regir la reforma a la Ley General de Bancos, actualmente en el Congreso. Sumado a lo anterior, aún no hay claridad sobre qué va a pasar con la inflación, sobre todo considerando la volatilidad de los registros mensuales de 2017 (ver Gráfico N°6 y Cuadro N°2).

¹ Para más detalles, ver http://www.esec.cl/wp-content/blogs.dir/1/files_mf/1519741848InformeCEFn%C2%BA9.pdf

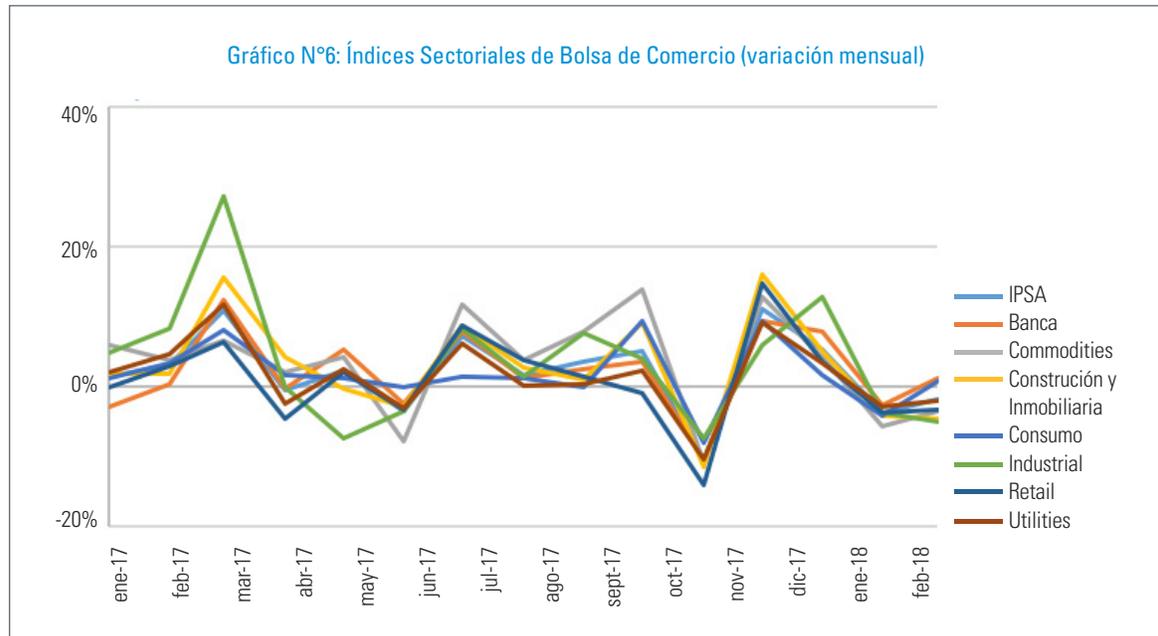


Fuente: Elaboración propia a partir de boletines diarios de Bolsa de Comercio.

Cuadro N°1: Evolución de Índices Sectoriales de la Bolsa de Comercio

Índice	Crecimiento 2017	Crecimiento 1er trimestre 2017	Crecimiento 1er trimestre 2018
IPSA	34,0%	16,1%	-0,4%
Banca	27,2%	9,5%	6,2%
Commodities	64,9%	17,3%	-5,2%
Construcción e Inmobiliaria	53,2%	19,8%	-4,1%
Consumo	31,4%	13,2%	-1,7%
Industrial	54,9%	44,3%	3,1%
Retail	15,0%	9,4%	-3,4%
Utilities	23,2%	19,3%	-1,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Comercio.



Fuente: Elaboración propia a partir de boletines diarios de Bolsa de Comercio.

Cuadro N°2: Volatilidad de Índices Sectoriales de Bolsa de Comercio

Índice	Variación mensual promedio 2017	Variación mensual promedio 1er trimestre 2017	Variación mensual promedio 1er trimestre 2018
IPSA	2,6%	5,2%	-0,1%
Banca	2,2%	3,3%	2,1%
Commodities	4,5%	5,5%	-1,7%
Construcción e Inmobiliaria	3,9%	6,4%	-1,3%
Consumo	2,4%	4,3%	-0,5%
Industrial	4,1%	13,4%	1,3%
Retail	1,4%	3,1%	-1,1%
Utilities	1,9%	6,1%	-0,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Comercio.



EL CASO DE IRLANDA: LOS BENEFICIOS SOCIALES DE REDUCIR EL TAMAÑO DEL ESTADO

Hector Acuña
M. Cecilia Cifuentes

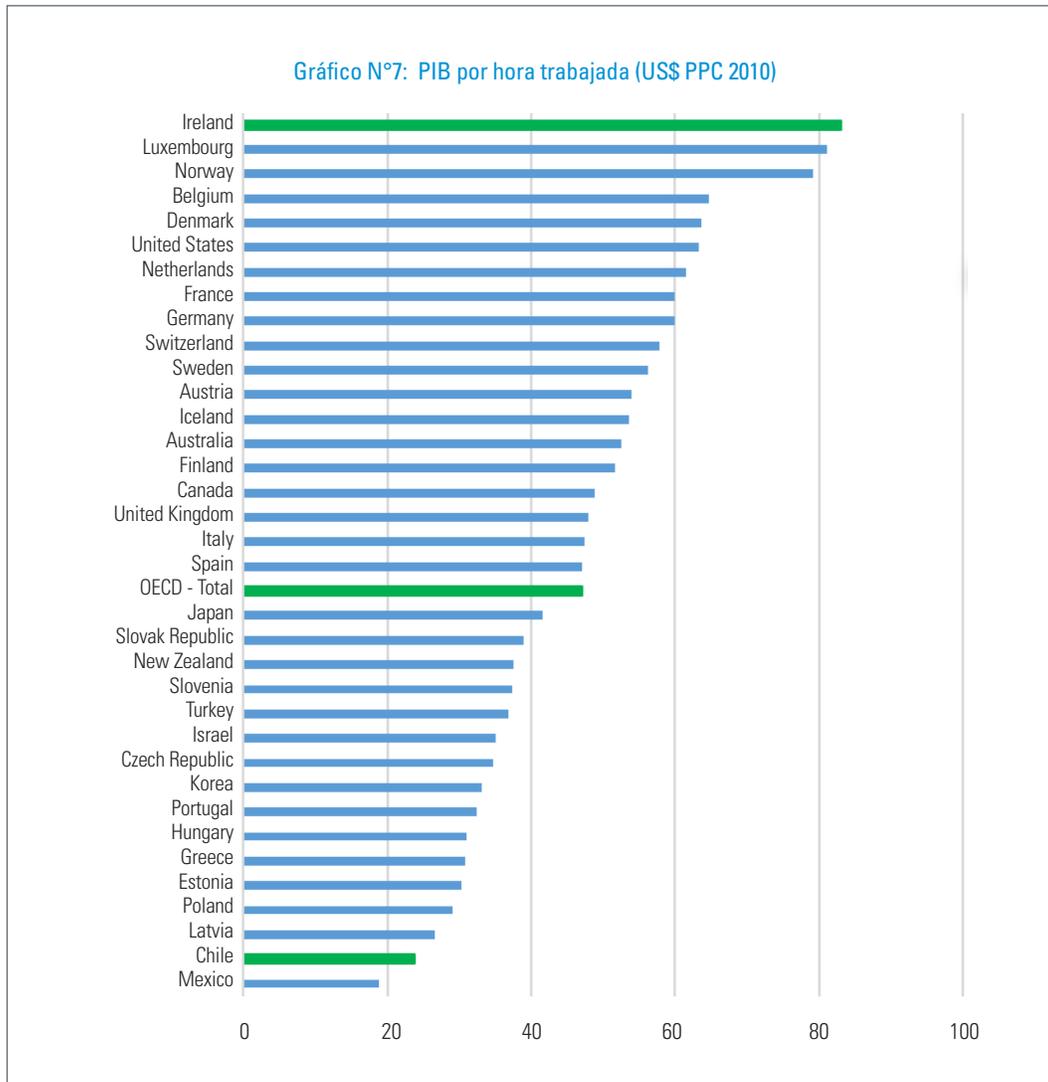
Población: 4,7 millones
PIB (US\$ billones): \$ 325,6
Crecimiento 2007- 2017: 4,2%
PIB per capita US\$ a PPC: \$72.632
Tasa de Desempleo 2017: 6,4%
Tasa de Inflación 2017: 0,9%
Déficit Fiscal 2017: 0,5% del PIB
Cuenta Corriente: 3,4% del PIB

Irlanda constituye un caso de estudio de gran interés, especialmente en la actual coyuntura chilena. Esto porque, en forma sorprendente si se hace una comparación histórica, Irlanda es el país que tiene la mayor productividad laboral por hora en el mundo, de acuerdo a datos de 2016 de la OCDE. El PIB per cápita por hora trabajada en dólares a PPC de 2010 equivale a US\$ 83². Sólo basta decir que hace una década atrás era el número 11 en términos de productividad laboral per cápita y hace 20 años era el número 18, estando también en el grupo de países de menor ingreso de Europa. El Gráfico N°7 muestra los niveles de PIB por hora trabajada en la OCDE, ocupando Irlanda el puesto que tradicionalmente había tenido Luxemburgo³. Nuestro país queda en el penúltimo lugar de la tabla, con una productividad por hora equivalente a la mitad del promedio de la OCDE, y menos de un 30% de la que tiene Irlanda (hace 30 años era casi un 40%).

Es notable señalar que en la última década la productividad laboral irlandesa creció a una tasa promedio de 4,7%, en comparación con una cifra de 0,8% para los países de la OCDE, lo que constituye un éxito muy destacable, considerando que Irlanda fue uno de los países más afectados de Europa por la Crisis *Subprime*.

²En Chile la productividad media es de US\$ 24 por hora trabajada.

³Luxemburgo ha tenido históricamente un régimen impositivo muy inferior al del resto de los países europeos.



Fuente: OECD Stats.

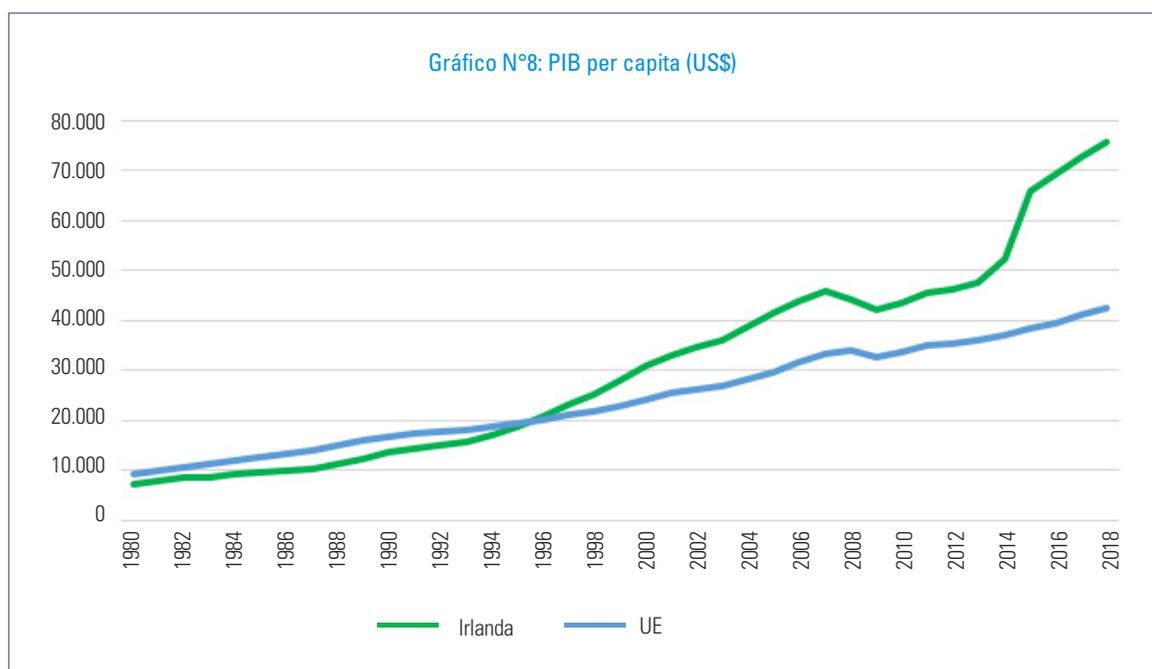
¿Qué ha hecho Irlanda para lograr estos notables resultados? Seguramente son varios los factores que han contribuido, pero uno de los más importantes es la reforma fiscal y tributaria, que se ha traducido en una significativa reducción del tamaño del Estado, tanto en términos de los ingresos como de los gastos, lo que ha permitido de paso reducir fuertemente los déficits fiscales y la deuda pública en términos del PIB. Es destacable, y muy relevante para la discusión chilena actual, mostrar cómo la reducción de impuestos y del gasto público puede terminar siendo muy beneficiosa para la población, si se hace en forma gradual y acompañada de otras reformas que contribuyan a la productividad.

Irlanda tiene actualmente una de las tasas de impuesto corporativa más bajas del mundo, 12,5%, por lo que es interesante conocer cómo ha llegado a la situación actual, con un PIB per cápita de US\$ 73.000 a PPC, partiendo de un nivel de sólo US\$ 13.700 en 1990. El objetivo de este tema de análisis es estudiar el proceso de reformas en Irlanda a lo largo de los últimos 30 años, las cuales han permitido que el país sea conocido como el "tigre celta".



1. Un poco de historia

En la década de los 70's Irlanda seguía la tendencia del resto de Europa, que apostaba por el Estado como instrumento clave en el desarrollo económico. El gasto público no dejó de crecer en ese período, y con él la deuda, que a mediados de los 80's superaba un 100% del PIB para el gobierno central. Los inversores desconfiaban progresivamente de la situación financiera del país, y el nombre de Irlanda iba desapareciendo de las carpetas de inversión de las grandes empresas. A principios de los años 80 el déficit público rondaba un 12% del PIB, mal contra el que se quiso luchar elevando los impuestos, lo que a su vez desincentivaba aún más el trabajo y la producción. En 1980 el PIB per cápita de Irlanda era algo inferior al promedio de la Unión Europea (actualmente resulta casi dos veces superior).



Fuente: IMF.

El Estado estaba en quiebra, el modelo económico había agotado su capacidad de crear riqueza y se destruía empleo. Por cada 100 trabajos de 1979 se mantenían 95 en 1986, año en que la tasa de desempleo alcanzó el 17%. La emigración era la forma de enfrentar la pobreza nacional, la cual en 1989 alcanzaba a 12 de cada 1.000 habitantes (400.000).

A fines de los 80's se inicia un proceso de reformas hacia una economía más abierta, más libre y con menor intervención del Estado, que se ha traducido en uno de los casos más notables de crecimiento económico en el mundo. Existe bastante consenso sobre las causas del milagro celta (aunque obviamente menos sobre la contribución de cada una de ellas), dentro de las cuales se mencionan el "acuerdo social" entre empresarios y trabajadores de apostar por la apertura económica, la apertura comercial, forzada en parte por el ingreso a la CEE, la ayuda europea, la eliminación de obstáculos a la creación de nuevas empresas, la desregulación de la industria de telecomunicaciones, el blanqueo de capitales (por una amnistía general y temporal para los evasores de impuestos), recortes de impuestos individuales y corporativos, acompañado por ajustes de gasto fiscal, una fuerte inversión en educación, y la continuidad de las políticas por parte de los gobiernos. A continuación revisaremos algunos de los puntos mencionados.

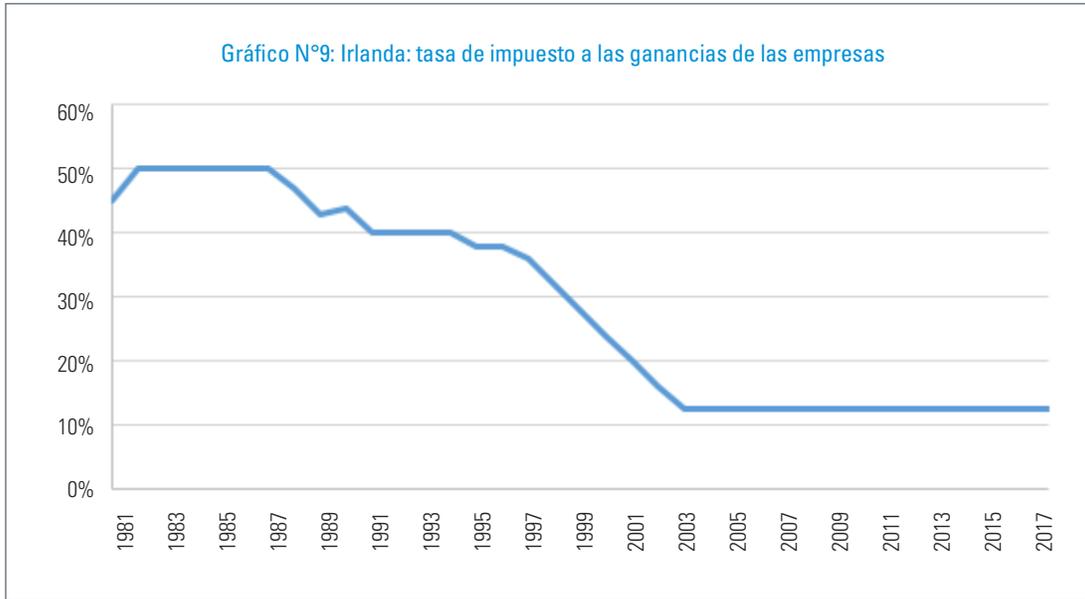


2. El proceso de reformas

En 1987 fue elegido un nuevo Gobierno, que se embarcó en un ambicioso proceso de reformas. Pese a gobernar en minoría, Charles Haughey, logró establecer medidas impopulares, que tenían el respaldo del éxito ya evidente de la política de Thatcher en Gran Bretaña. Ese mismo año, se estableció el llamado *Social Partnership* (Primer Acuerdo de la Concertación Social), a través del cual los sindicatos se comprometieron a aceptar la moderación salarial a cambio del compromiso del gobierno de mejorar las prestaciones salariales para los trabajadores y moderar los impuestos sobre la renta. Este contrato de acuerdo social entre el gobierno, federaciones de empresarios y sindicatos jugó un importante rol en las reducciones continuas de impuestos junto con mantener baja la inflación. Los acuerdos empezaron en 1987 y han sido desde entonces continuamente renovados con revisiones menores. Estos acuerdos han convertido efectivamente a los sindicatos en una poderosa fuerza en favor de reducciones en los impuestos e inflación. Lane (2000) indica que los sindicatos prometieron moderación salarial, parcialmente recompensada por reducciones en impuestos al trabajo y con la promesa implícita de que el gobierno mantendría la estabilidad de precios. McMahon (2000) argumenta que mantener bajas las tasas salariales mediante estos acuerdos fue muy importante para hacer a Irlanda más competitiva a la hora de atraer nuevas compañías, lo que resultó en un mayor crecimiento.

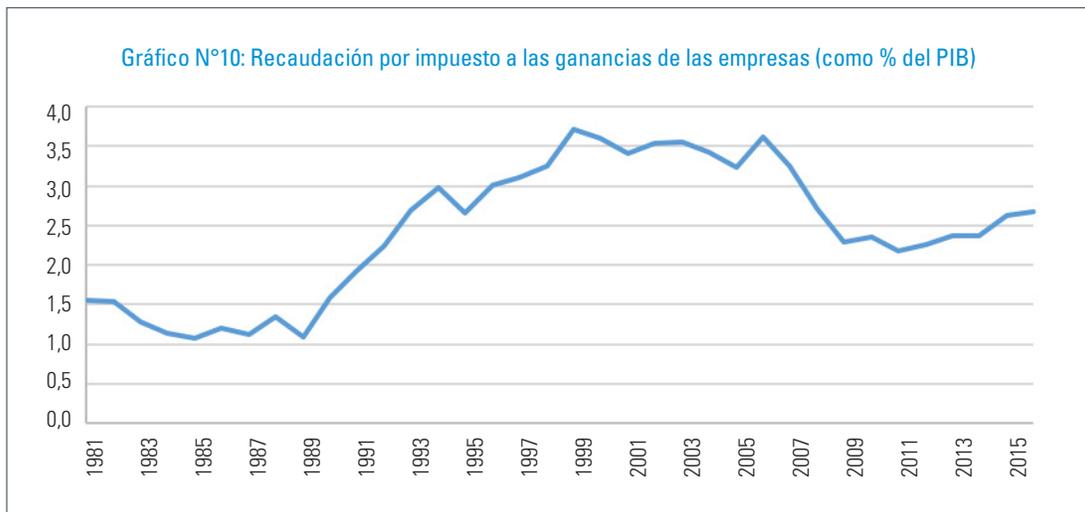
En materia tributaria, aspecto que nos interesa resaltar en este análisis, el punto de partida eran tasas de impuestos muy altas, junto con una falta de incentivos para la exportación. La tasa máxima para personas naturales era del 58%, y para las empresas era del 50%. Se introdujeron entonces tres regímenes especiales: 1) el International Financial Services Centre, aplicable a las empresas situadas en la Customs House Docks Area de Dublín; 2) la Shannon Free Airport Zone, aplicable a empresas radicadas en una zona definida alrededor del aeropuerto de Shannon, y 3) el Régimen Especial para la Manufactura de Bienes, aplicable en todo el territorio irlandés. Estos tres regímenes se caracterizaban por una tasa reducida del 10% en el Impuesto de Sociedades sobre las rentas derivadas de ciertas operaciones. A ello se sumaba la libertad de amortización para plantas manufactureras, instalaciones, maquinaria y edificios, y el que los arrendatarios de los edificios tuvieran además la posibilidad de deducirse el 200% del alquiler. Estos beneficios tributarios resultaron ser muy eficaces en la atracción de inversiones foráneas, pero la Unión Europea los calificó de “discriminatorios”, y forzó a Irlanda a llegar a un acuerdo con Bruselas para ponerles fin. Sin embargo, como consecuencia de su aplicación, las autoridades irlandesas vieron los positivos efectos de favorecer la llegada de capital extranjero, con bajos tipos impositivos y bajos aranceles, que permitieran a las empresas internacionales utilizar Irlanda como base para el resto del mundo.

En 1998 Irlanda acordó con la UE sustituir estos regímenes especiales por un sistema fiscal general. Se introdujo entonces la legislación para un nuevo régimen de impuesto de sociedades, que llevaba finalmente a una tasa de impuesto corporativo de 12,5%, que estaría vigente desde el 1° de enero de 2003. Dicha reducción, desde un nivel de 32%, se realizó en forma gradual en un período de 6 años. La tasa de máxima de impuesto personal se fijó en 41%.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos disponibles en OCDE, TaxWorld y TradingEconomics.

Es interesante analizar qué pasó con la recaudación tributaria en el contexto de una fuerte reducción de las tasas corporativas, que se puede apreciar en el Gráfico N°10:



Fuente: OCDE.



La información es concluyente en mostrar que la primera etapa de la reforma tributaria fue consistente con lo postulado por la famosa Curva de Laffer, ya que el aumento de la base tributaria sobrecompensó el efecto de la menor tasa, generando un aumento de la recaudación en términos del PIB. Entre 1998 y 2003, a pesar de la caída de la tasa de impuesto corporativo de 32% a 12,5%, la recaudación se mantuvo en términos del PIB en torno a un 3,5%, para luego caer en forma significativa durante la Crisis Subprime, que afectó fuertemente a Irlanda. A partir de 2011 la recaudación vuelve a subir en términos del PIB. Es interesante destacar, a modo de comparación, que en 1982 con un impuesto corporativo de 50%, la recaudación de ese ítem representaba el 30% de la recaudación total. Con la tasa del 12,5% en 2015, el impuesto a las ganancias de las empresas representó casi el 40% del total de la recaudación. Por ende, los datos evidencian que es posible reducir los impuestos corporativos en forma significativa, sin afectar la recaudación. El aumento de la base impositiva se explica, como veremos más adelante, en un significativo aumento de la inversión extranjera, mostrando la elevada elasticidad que tiene la oferta de capital frente a aumentos en la rentabilidad después de impuestos. En este caso además, la reducción tributaria era creíble, debido a que también se ajustó la política de gasto.

En efecto, la reducción de impuestos, en un contexto de déficit fiscal y endeudamiento público elevado, sólo era viable en la medida en que se controlara el gasto público. Se cerraron entonces varias oficinas y departamentos públicos, se destruyeron numerosos puestos de trabajo público y se cancelaron programas de gasto significativos. Dado que la recuperación del crecimiento económico permitió también el crecimiento de los ingresos fiscales, se rebajó la deuda pública de un 160% del PIB a un 47% en 1999, lo que permitió también un alivio significativo de gasto en intereses.

Como mencionamos anteriormente, este cambio de orientación hacia una mayor confianza en la sociedad no se limitó al aspecto fiscal o a la apertura al comercio mundial. También se inició una progresiva política de desregulación que ha sido muy beneficiosa para los irlandeses. Se liberalizó el mercado aéreo, lo que permitió una caída de tarifas que dio fuerza al turismo local; se relajó el monopolio estatal en el mercado de telecomunicaciones, el cual ahora es una de las áreas de la economía nacional que más riqueza y trabajo crean. También se ha desregulado el sector financiero, a lo que se sumó la adopción del Euro en 1999.

Las sucesivas reformas generaron un repunte significativo en la inversión extranjera, principalmente estadounidense. Los flujos del exterior pasaron de US\$2.710 millones en 1997 a US\$ 8.860 millones en 1998, US\$18.200 millones en 1999 y US\$25.780 millones en 2000, con lo que prácticamente se multiplicaron por diez en sólo cuatro años. En ese momento, la inversión extranjera ya creaba casi la mitad del empleo en Irlanda⁴, aportaba tres de cada cuatro euros de la producción industrial y cuatro de cada cinco de las exportaciones.

⁴En ese período, la IED creó más de 200.000 puestos de trabajo para un país con solo 4,5 millones de habitantes

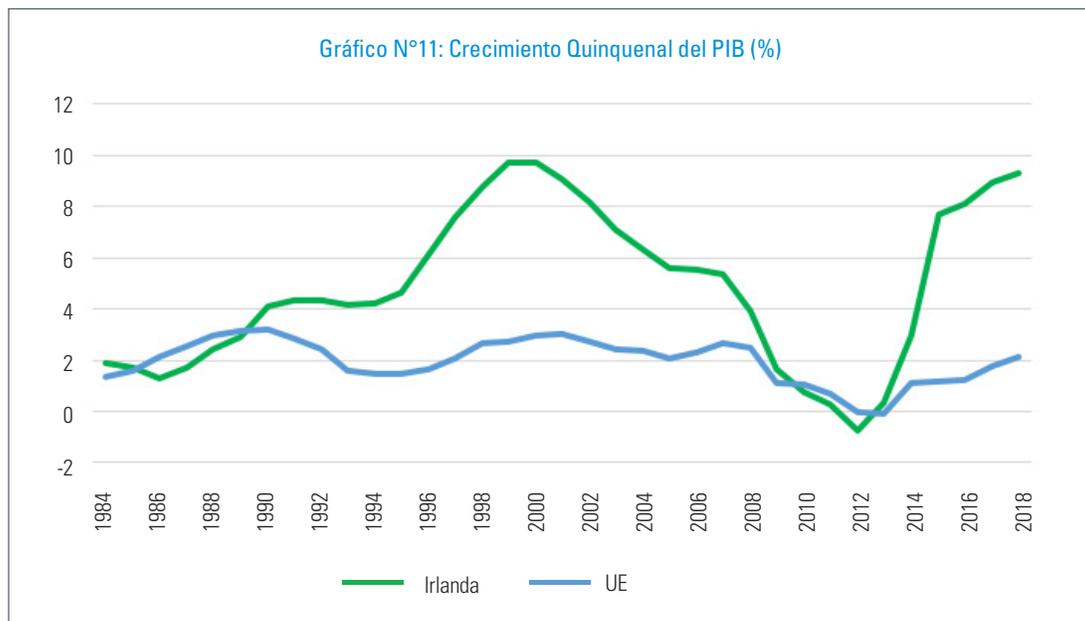


El signo de la migración también cambió producto del proceso de reformas; en 1995 se dejó de producir emigración neta, y desde el año siguiente empezaron a llegar personas a Irlanda atraídas por las condiciones económicas.

3. Principales resultados macroeconómicos.

Como dijimos anteriormente, Irlanda ha sido el país europeo de mayor crecimiento en las últimas tres décadas (5,7% promedio entre 1990 y 2017), y también uno de los de más rápido crecimiento en el mundo. Las exportaciones han sido un motor muy importante en este resultado, con un crecimiento promedio de 10,2% en ese período. El comercio exterior es clave en un país pequeño como Irlanda (4,7 millones de habitantes), y de hecho el grado de apertura (exportaciones+importaciones/PIB) es de 217%.

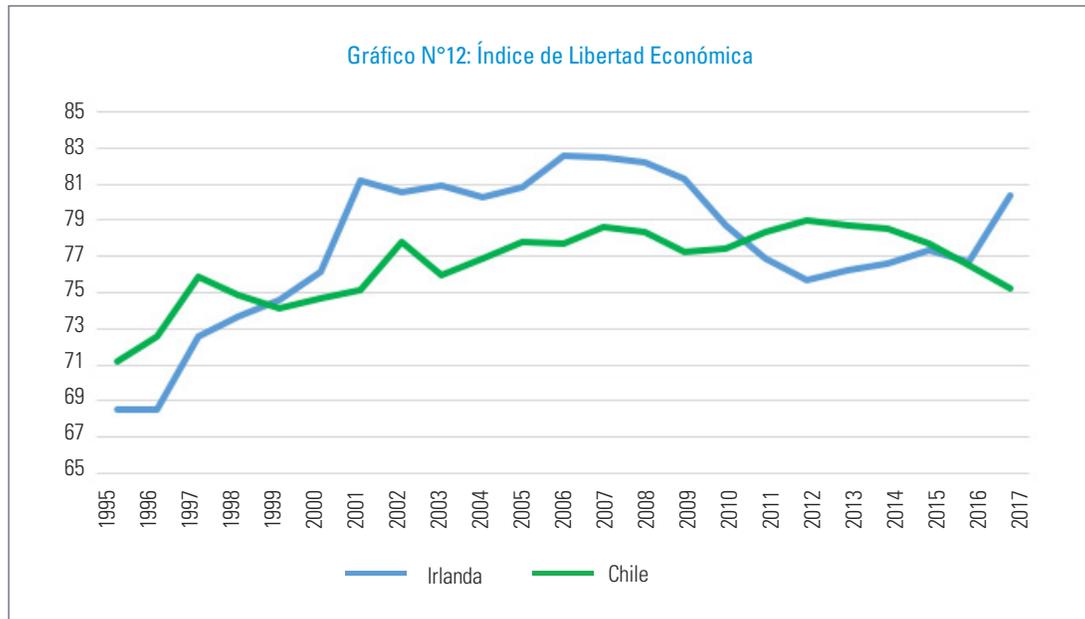
Es bueno recordar que Irlanda fue uno de los países más afectados del mundo por la Crisis *Subprime*, producto de su elevada integración financiera y comercial. Para evitar la quiebra del sistema financiero, el gobierno aumentó fuertemente el gasto público, junto con el déficit, lo que durante un tiempo hizo pensar en el fin del llamado "tigre celta". Sin embargo, producto de la flexibilidad de la economía y de instituciones fuertes, fue también uno de los primeros países en salir de la crisis. El Gráfico N°11 muestra el crecimiento del PIB irlandés en comparación con el promedio europeo, como promedio quinquenal. Efectivamente, el crecimiento mostró una aguda desaceleración, pero ha vuelto a recuperar el elevado dinamismo anterior a la crisis.



Fuente: IMF.



El país también ha mejorado significativamente en los índices de libertad económica, ubicándose actualmente en el puesto N° 6 en el índice de Heritage Foundation, que destaca el fuerte respeto al Estado de Derecho en Irlanda y la apertura comercial y financiera. El Gráfico N°12 muestra la evolución de este índice de libertad económica, en comparación con Chile.

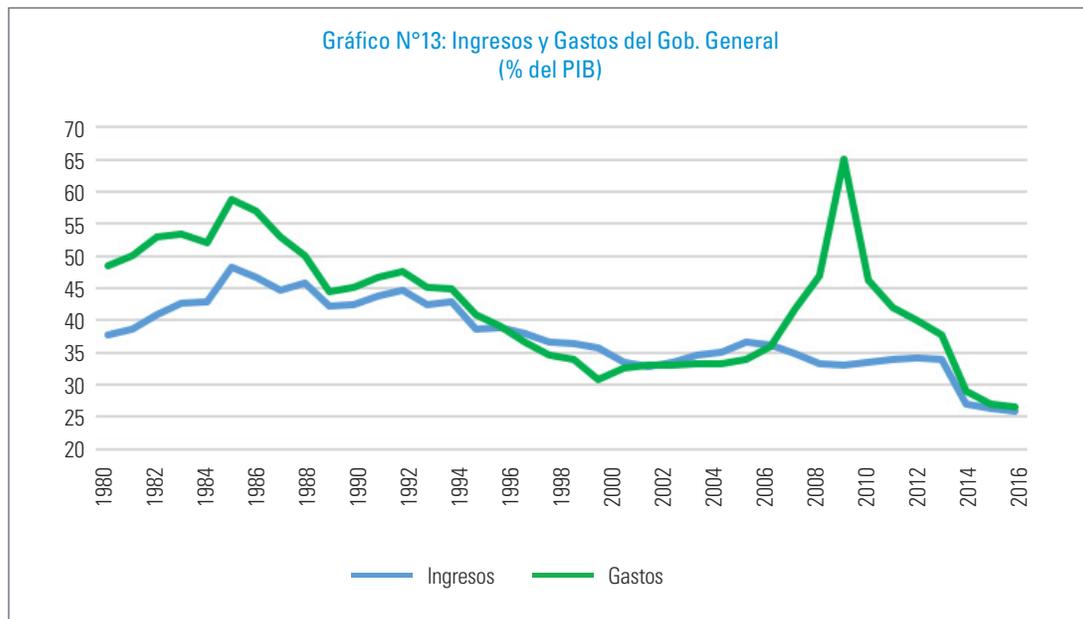


Fuente: Heritage Foundation.

En materia fiscal y tributaria, Irlanda es uno de los pocos casos en el mundo que ha logrado una reducción bastante significativa del tamaño del Estado, consistente con una significativa baja de impuestos corporativos, en conjunto con una política fiscal austera. El tamaño del Estado, medido en términos del PIB, se ha reducido desde un 59% en 1985 a un 26% en 2017. Lo interesante es que esto no se ha logrado fundamentalmente con reducciones reales en el nivel de gasto público, sino con un crecimiento del gasto en términos reales por debajo del aumento del PIB. En los últimos 30 años se han implementado recortes de gasto en dos oportunidades; a fines de la década del 80, para revertir una situación fiscal muy frágil, y entre 2011 y 2012, revirtiendo también la muy expansiva política fiscal de 2010, que se había adoptado para hacer frente a la crisis y evitar la quiebra del sistema financiero.



El Gráfico N°13 muestra la evolución de los ingresos y gastos del gobierno general en términos del PIB:



Fuente: IMF.

4. Sostenibilidad de la tasa de impuestos corporativos

No obstante lo positivo que ha sido para Irlanda la reducción de impuestos corporativos, durante la última década su sistema tributario ha sido criticado por algunos de los países miembros de la Unión Europea. Esta crítica se basa en el argumento de que las bajas tasas impositivas a las corporaciones permitieron a Irlanda competir injustamente en atraer inversionistas internacionales. Además, esto lleva a una disminución de los ingresos fiscales de los países de origen de aquellas empresas que trasladan sus sedes a Irlanda.

Por una razón similar, Miller (2017) cuestiona que la tasa de impuestos corporativos de Irlanda sea sostenible en el tiempo. De acuerdo al autor, en las últimas dos décadas, Irlanda ha recibido más de US\$277 billones en inversión extranjera directa de los EE.UU. La mayoría de estos recursos provienen de más de 700 empresas estadounidenses que han trasladado su sede a Irlanda, generando 130.000 nuevos empleos. Dentro de las empresas norteamericanas que decidieron trasladar sus oficinas centrales a Irlanda destacan Intel, Boston Scientific, Dell, Pfizer, Google, Hewlett Packard, Facebook y Johnson and Johnson. Así, Irlanda se ha ido convirtiendo en el centro financiero y tecnológico de Europa. Por lo anterior, el TASC⁵ (Think Tank for Action on Social Change)

⁵Centro de estudio irlandés creado en 2001 que concentra su investigación en la búsqueda del fortalecimiento de las instituciones y de una sociedad con una menor desigualdad económica.



advierte que Irlanda es vulnerable a los cambios en las regulaciones fiscales y corporativas de la UE y Estados Unidos debido a su excesiva dependencia de un régimen fiscal corporativo bajo.

Un caso particular de lo anterior es el de la sucursal irlandesa de Apple Sales International, una filial de Apple Inc. La Comisión Europea descubrió que, debido a dos resoluciones fiscales otorgadas por el gobierno irlandés, Apple solo pagó una tasa impositiva corporativa efectiva que disminuyó del 1% en 2003 al 0,005% en 2014 sobre los beneficios de Apple Sales International. La Comisión Europea declaró que esas resoluciones eran una ayuda estatal ilegal y ordenó al gobierno de Irlanda que recuperara de Apple E\$ 13.000 millones más intereses, por impuestos no pagados. Todo indica que Apple deberá compensar los impuestos no pagados.

Esta discusión sobre los a veces mal llamados “paraísos fiscales” sigue abierta, pero dado que Irlanda cobra impuestos, y tiene además una situación fiscal sólida, parece difícil pensar que el país pueda ser obligado a cambiar su régimen tributario. Por el contrario, si un país puede en forma sostenible reducir los impuestos, reduciendo al mismo tiempo la carga de la deuda pública, junto con una evidente mejoría en el bienestar de los ciudadanos, más que críticas, merece reconocimiento. Las restricciones políticas de corto plazo para lograr con éxito esa tarea son evidentes, por lo que no parece que Irlanda pueda perder su ventaja impositiva muy fácilmente. Es cierto que Estados Unidos acaba de determinar una reducción importante de impuestos a las empresas, lo que probablemente afecte la inversión norteamericana en Irlanda. Sin embargo, existen serias dudas sobre la sostenibilidad de la política fiscal de Estados Unidos, ya que la reducción de impuestos no se vería compensada con austeridad fiscal. El impacto de esta política tributaria en Norteamérica es un tema en desarrollo, aunque es efectivo que Irlanda podría ir perdiendo parte de su ventaja tributaria a lo largo del tiempo si otros países europeos siguen avanzando en su agenda de mejorar la competitividad de sus economías. De todas formas, aun cuando la estrategia de crecimiento irlandesa presente desafíos a futuro, lo logrado hasta la fecha ya la valida como un gran éxito. Irlanda es actualmente el sexto país en términos de ingreso per cápita (el segundo en occidente después de Luxemburgo), luego de que hace tres décadas era el número 36.

5. Conclusiones para Chile

En estos años nuestro país ha subido fuertemente la tasa de impuestos corporativos, de un 20% a un 27%. Adicionalmente, el sistema se desintegró en forma parcial, lo que significa un alza adicional para los dueños del capital, generándose además un sistema más complejo, con mayores espacios de discrecionalidad por parte de la autoridad tributaria.

Expertos tributarios han señalado que más allá del alza de la tasa de impuestos, lo más grave de la reforma tributaria anterior es la pérdida de la certeza jurídica en la materia. Los impuestos ya no sólo quedan establecidos por ley, sino que dependen de las interpretaciones que haga de la ley el Servicio de Impuestos Internos. Estos espacios de discrecionalidad se ampliaron en forma significativa, producto del elevado grado de complejidad con que quedó el sistema.



Existe, por ende, un consenso bastante amplio sobre la necesidad de hacer modificaciones a la reforma tributaria. Es en ese aspecto que el caso de Irlanda permite extraer conclusiones que pueden ser valiosas en la discusión que viene, y que resumimos a continuación.

- Es factible reducir la tasa de impuestos corporativos sin que haya una merma en la recaudación total, si como producto de un sistema tributario menos gravoso se genera un aumento significativo de los flujos de inversión.
- La gradualidad y sostenibilidad del proceso es clave para darle credibilidad. En ese sentido, es importante mirar los dos lados de la ecuación fiscal: ingresos y gastos, ya que si como resultado de menores impuestos es necesario un mayor endeudamiento público, el efecto positivo puede diluirse. En este sentido, puede ser una ayuda el creciente consenso que se ha ido generando también respecto a la necesidad de modernizar el Estado, de tal manera de lograr un uso más eficiente de los recursos existentes⁶.
- El caso de Irlanda muestra también lo sensible que es la inversión al sistema impositivo. Este país pudo compensar totalmente la importante baja en la tasa impositiva con un aumento significativo de la base tributaria, producto del salto en los flujos de inversión. En ese sentido, una reducción de la tasa impositiva muy moderada puede tener un efecto escaso, ya que podría ser insuficiente para alterar decisiones de inversión.
- El proceso de reformas de Irlanda ilustra también que es factible reducir el tamaño del Estado en forma significativa, sin que haya un efecto negativo en el bienestar de la población, que se ve beneficiada de las elevadas tasas de crecimiento económico. De hecho, el índice Gini del país mejoró entre 2004 y 2014.
- Otra lección de este caso es la importancia del acuerdo social en el proceso de reformas. La colaboración de los sindicatos parece haber sido un elemento clave en la reducción del tamaño del Estado en Irlanda.
- Por último, uno de los aspectos más destacados en la evaluación que se hace de este país es el respeto del llamado *Rule of Law*, que ha demostrado ser una variable clave en el proceso de inversión. Nuestro país se ha debilitado en esta materia, siendo su reforzamiento otra de las tareas claves pendientes.

⁶ Ver nuestro Tema de Análisis N°5 "UNA MIRADA AL PRESUPUESTO FISCAL: LA NECESIDAD DE REFORMAR EL ESTADO (http://www.ese.cl/wp-content/blogs.dir/1/files_mf/1511273983DOCUMENTON%C2%B05SEPTIEMBRE2017.pdf)



Bibliografía

- Cachanosky, R. (2017). El Tigre Celta nos Marca el Camino para Crecer. Disponible en <https://www.infobae.com/opinion/2017/09/12/el-tigre-celta-nos-marca-el-camino-para-crecer/>
- Clarke, R. y Capponi, E. (2001). OECD in Figures. Paris: OECD Publications.
- Considine, J. y O'Leary, E. (1999). The Growth Performance of Northern Ireland and the Republic of Ireland, 1960 to 1995. In N. Collins (ed.) Political Issues in Ireland Today. New York: Manchester University Press.
- Departamento de Finanzas de Irlanda (2002). Budgetary and Economic Statistics March 2002 (www.irlgov.ie/finance/publications/otherpubs/bes02a.pdf).
- García, A. (2010). El Legado del Tigre Celta: Antecedentes y Perspectivas de la Crisis Económico-Financiera en Irlanda. Revista Mexicana de Política Exterior, 89: 123-153.
- Guimón, P. (2015). El Tigre Celta Vuelve a Rugir. El País.
- Gwartney, J. y Lawson, R. (2002). Economic Freedom of the World: 2002 Annual Report. Vancouver, B.C.: Fraser Institute.
- Honohan, P. (1999). Fiscal Adjustment and Disinflation in Ireland: Setting the Macro Basis of Economic Recovery and Expansion. En F. Barry (ed.) Understanding Ireland's Economic Growth. New York: St. Martin's Press.
- Jacobsen, J. (1994) Chasing Progress in the Irish Republic. New York: Cambridge University Press.
- Knack, S. (1996). Institutions and the Convergence Hypothesis: The Cross-National Evidence. Public Choice 87: 207-28.
- Lane, P. (2000). Disinflation, Switching Nominal Anchors and Twin Crises: The Irish Experience. Journal of Policy Reform 3:301-26.
- MacLennan, J.C. (2005). Irlanda, un Fenómeno a Emular: Las Claves del "Tigre Celta". Política Exterior, 25-29.
- McMahon, F. (2000). Road to Growth, How Lagging Economies Become Prosperous. Halifax, N. S.: Atlantic Institute for Market Studies.
- Miller, B. (2017). ¿Por qué la Tasa de Impuestos Corporativos de Irlanda es Insostenible? Disponible en <https://seekingalpha.com/article/4093248-irelands-corporate-tax-rate-unsustainable>
- Paliginis, E. (2000) Institutions and Development in the EU Periphery. Zagreb International Review of Economics and Business 3 (2) 81-92.
- Powell, B. (2003). Libertad Económica y Crecimiento: El Caso de Irlanda. Cato Journal, Vol. 22, N° 3.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección proyectos de Ley mundo financiero y económico con movimientos en el mes de marzo (y abril al 9/04)

	Fecha	Proyecto	Boletín *	
SENADO	Votados	14-03-18	Proyecto de ley, 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. Enmiendas de la Comisión de Economía al texto aprobado en general.	11078-03
		07-03-17	Designa como Consejero del Banco Central de Chile al señor Alberto Naudon Dell'Oro.	
	Otros Comisión Hacienda	23-03-18	Designa H. Senador Juan Pablo Letelier Morel presidente de la Comisión de Hacienda del Senado.	
CÁMARA DE DIPUTADOS	Votados	15-03-18	Aprueba proyecto que modifica el código del trabajo en materia de vacaciones y feriados legales para el trabajador. Primer trámite constitucional. Informe de la Comisión de Trabajo y Seguridad Social.	8305-13, 8728-13, 8888-13, 9161-13 y 11223-13
	Otros Comisión Hacienda	14-03-18	Designa H. Diputado Pablo Lorenzini Basso presidente de la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados.	
	Vistos Comisión Hacienda	06-03-18	Proyecto que crea una sociedad anónima del Estado denominada Intermediación Financiera S. A.	11554-05

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



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Del 1/03 al 6/04

Normativas en trámite (últimos 3 meses)			Normativas emitidas			
Nombre	Resumen	Sujeto	Circular	Resumen	Sujeto	
SBIF	Modifica Capítulo B-1 de la RAN	"Modificaciones a norma de Provisiones por Riesgo de Crédito."	Bancos	Circular 3636	Recopilación Actualizada de Normas. Capítulo 6-1. Actualiza nómina de bancos.	Bancos
	"Modifica Capítulo 1-13 de la RAN"	"Modificaciones en temas de Gobierno Corporativo sobre clasificación de gestión y solvencia."a	Bancos	Circular 3635	"Recopilación Actualizada de Normas. Capítulo 1-13 Normas relativas al Gobierno Corporativo. Complementa instrucciones."	Bancos
				Circular 3634	"Recopilación Actualizada de Normas. Capítulos 12-1 y 12-3. Activos ponderados por riesgo, equivalente de crédito y límites de crédito aplicables a instrumentos derivados compensados y liquidados por una Entidad de Contraparte Central. Actualiza instrucciones."	Bancos
CMF	"Establece estructura y procedimiento de envío de normas y códigos de conducta"	"Contiene las condiciones mínimas necesarias para que las entidades que estén obligadas a autorregularse, y que optaren por no formar parte del Comité de Autorregulación Financiera, puedan cumplir adecuadamente con la obligación legal de envío de sus propias normas y códigos de conducta en materias referidas a gobierno corporativo, ética empresarial, transparencia y competencia leal para su aprobación por parte de la CMF, y a su vez para facilitar la comparabilidad por parte del público de los códigos que contengan tales normas."	Todos	OFC 1037	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a marzo de 2018.	
				OFC 1036	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a marzo de 2018.	Seguros
				OFC 1035	Comunica tasa de interés de actualización - Abril 2018.	Seguros
				OFC 1034	Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable para abril de 2018.	Seguros
				OFC 1033	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a febrero de 2018.	Seguros
				Circular 2236	"Establece normas para el envío de información relativa al proceso de reparación de vehículos motorizados."	Seguros
				NCG 423	Determina forma y plazo para manifestar voluntad de participar en comité de autorregulación financiera.	Todos
SP	NT 309	Modifica el Título III, sobre agencias y centros de servicios, servicios por internet y publicidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones, del Libro V del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones.	AFP	Circular 2030	Tasa de interés para el cálculo de los retiros programados y las rentas temporales.	Todos
				Circular 2028	"Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para abril de 2018. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP."	AFP
				Circular 2027	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para abril de 2018. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y que corresponde utilizar recargo beneficio AFP."	AFP
				Circular 2026	"Establece parámetros para el cálculo de límites de inversión de los fondos de pensiones y fondos de cesantía."	Todos
				Circular 2024	"Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para marzo de 2018. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP."	AFP
				Circular 2023	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para marzo de 2018. 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.