



Informe Mensual de Coyuntura Financiera

Número 1

Del 08 de Junio al 08 de Julio 2008

Este es un informe elaborado principalmente por el Staff Académico perteneciente a los Diplomados en Finanzas de la Facultad de Administración y Economía, de la Universidad de Santiago de Chile.

[Diplomado en Administración y Gestión del Riesgo](#)

[Diplomado en Gestión Financiera](#)

Director Responsable del Informe: Francisco Castañeda ¹

Staff Académico del Informe:

Omar Pérez
Ulric Rindebro
Dennis Véliz
Carlos Yévenes

¹ Dudas, sugerencias y/o comentarios, enviarlos a Francisco Castañeda, Email: fcastaneda@usach.cl



Informe Mensual de Coyuntura Financiera

A) Señales Monetarias

El Banco Central exacerbó las presiones inflacionarias al comenzar la intervención cambiaria el 10 de abril del 2008. La inflación total y subyacente (la que resta perecibles y servicios regulados) ya estaba alejándose aceleradamente del rango oficial de inflación meta (2%-4%). Al inevitable costo financiero adicional por acumular reservas (rentan menos que el costo de la esterilización) estimado para el primer año en 140 millones de US\$², la autoridad monetaria tomó esta decisión en un contexto en que los precios de los alimentos a nivel global (producto de biocombustibles y el mayor crecimiento de Asia) ya hacían estragos. El objetivo de acumular reservas para sortear una agudización de la crisis internacional iniciada en USA (crisis subprime) se contradecía con el control de la inflación.

Inicialmente los montos transados de papeles en el mercado de capitales local (para esterilizar), duplicaban las operaciones que se realizan en un año normal. Esta sobreoferta de papeles presionó inicialmente al alza las tasas de interés de largo plazo del sistema financiero, elevando el costo de financiamiento de largo plazo (activos fijos, créditos hipotecarios).

A este efecto indeseado, se adicionaron las noticias de que el desempeño de la economía norteamericana no era tan magro. El índice de ventas minoristas (indicador del

consumo agregado) de junio, fue mejor que lo esperado, inyectando confianza a la divisa norteamericana.

Así, desde la intervención cambiaria, el tipo de cambio nominal se ha incrementado sostenidamente en un 16%.

No obstante, la inflación en junio en 12 meses alcanza la cifra de 9,5%. Ha influido en la mayor inflación doméstica el entorno externo (rally del precio del crudo, la inflación alimentaria global y una economía norteamericana menos débil de lo estimado) y en el plano interno, el mayor gasto público (crece al 9% mientras la economía crece apenas al 4% en 12 meses) y los mayores costos energéticos. Pero indudablemente esto se ve agravado por la intervención cambiaria.

Con la actual intervención cambiaria operando a razón de 50 millones de US\$ diarios, y con expectativas de inflación total y subyacente, fuera de las predicciones de la convergencia a la meta en el plazo de 12 a 24 meses, la autoridad monetaria ha comenzado a actuar incrementando la tasa de instancia.

Pero con una inflación cercana al 9,5%, y reajustes salariales de esa magnitud, el tipo de cambio real tampoco despega significativamente. Por su parte, el crecimiento del gasto fiscal ya ha agotado su espacio macroeconómico, alterando otras variables, pese a cumplir la regla de ahorro

² Fuente: Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central de Chile / Primer Semestre 2008.4

estructural. Un alargamiento del plazo de la intervención, o disminución de los montos diarios de compra, serán alternativas que se deben explorar para mitigar este considerable mayor umbral de inflación.

No existe evidencia en el corto plazo de una desaceleración de China e India, por lo que el precio del cobre se mantiene en un umbral alto.

Nuestras proyecciones señalan un mayor sesgo restrictivo en la política monetaria. Las actuales señales monetarias son inconsistentes en términos de sus fundamentos. De no mediar una moderación del gasto público en el presupuesto fiscal del 2009, el costo del ajuste lo pagarán las pequeñas y medianas empresas y los consumidores. También se resentirá el mercado inmobiliario, el cual ya comienza a mostrar signos de sobrecapacidad. El tipo de cambio a su vez comenzará a estabilizarse

producto del mayor costo de fondo de la economía.

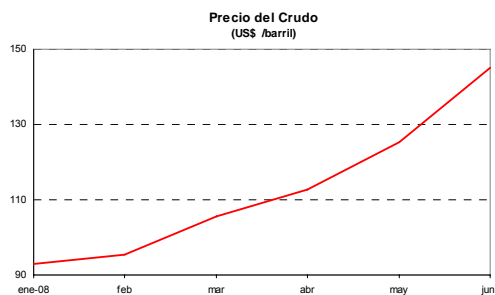
| | 10 Abril 2008 Interv. Cambiaria | Diciembre 2008* | Diciembre 2009* |
|-----------------------|------------------------------------|-----------------|-----------------|
| Tasa de Instancia | 6,25% | 7,50% | 6,75% |
| Inflación en 12 meses | 8,2% | 7,0% | 6,0% |
| Pesos /US\$ | 430 | 490 | 530 |
| BCU 5 | 2,16 | 3,0 | |
| BCP 5 | 6,49 | 8,0 | |

Fuente: Proyecciones propias

Así las tasas de interés de largo plazo de los BCP (nominales) y de BCU (reales) muestran una tendencia alcista producto del escenario de mayor inflación. La brecha entre las intervención cambiaria a un 5,0% actual (aproximadamente). Esta mayor brecha descansa sobre una expectativa de mayor inflación en el mediano plazo reflejada en las tasas de interés de los BCU y BCP, que se ampliaron desde una diferencia inicial del 4,3%, la que existía previa a la crisis asiática.

B) Coyuntura Financiera Internacional

La situación financiera internacional sigue siendo compleja. Debido a la crisis subprime, USA deberá introducir cambios regulatorios, particularmente en la industria de clasificación de riesgo. Pero esto ha devenido en una situación de alta inflación para la economía norteamericana, más que una recesión profunda. La economía de USA se expandió un 0.9% el primer trimestre, alejando los temores de una recesión severa.



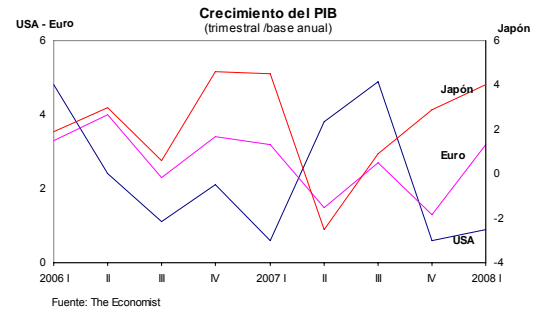
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg
*: dato en prensa

Lo que se espera de la FED en el mediano plazo es un sesgo restrictivo de su tasa de política monetaria. La tasa de inflación en USA se empujó ya al 4,2% en mayo. El Banco Central Europeo también incrementó su tipo rector para la zona Euro (4,25%). En America Latina, salvo Venezuela, Chile es el país con mayor inflación anualizada (9.5%). La inflación alimentaria global (masificada por los biocombustibles) ha restado superficie agrícola, a lo cual debe incorporarse el mayor precio del crudo. Es así como los futuros ya alcanzan los 145,5 US\$ el barril en la Bolsa mercantil de Nueva York, alcanzando un incremento del 53% durante el primer semestre del 2008. Y existe el temor de que sobrepase la barrera de los 150 US\$ el barril. El conflicto con Irán y la posibilidad de una irrupción de Israel podría amenazar el

movimiento físico del crudo en el Golfo Pérsico.

Existe consenso en que hay una nueva clase mundial en China e India que se está incorporando a la globalización. Consumen cada vez más todo tipo de productos, lo que presiona al alza el precio del crudo.

También existe evidencia de que inversionistas financieros están apostando al rally alcista del precio de las materias primas (a través de fondos de inversión) para cubrirse de la debilidad del dólar y de la mayor inflación global. Pero esta meridianamente claro que en la medida que se establezca políticamente el Medio Oriente y países como Venezuela, podrán explorarse nuevos yacimientos para suplir la actual oferta mundial.



Con alta probabilidad, las economías más importantes resentirán su tasa de crecimiento si el crudo se mantiene en los actuales niveles.

Dado los flujos de intercambios comerciales, el traspaso a menor actividad ya se está sintiendo en la economía global. El Fondo Monetario Internacional ha reducido su proyección de crecimiento global a un 3,7%. Podríamos resumir en una frase el actual contexto internacional: “el fantasma de la inflación ha regresado y recargada”.

C) Industria Bancaria

La banca sigue mostrando altos retornos como rentabilidad del sistema (15,6%) al mes de mayo. A su vez las colocaciones de créditos de consumo mostraron en mayo una variación real negativa (-0,78%) respecto a abril, la que fue compensada por el incremento de las colocaciones comerciales a empresas (1,47%) y de los créditos hipotecarios (0,81%). Sin embargo el panorama que se viene para la banca es complejo.

La ralentización de la economía, con el consiguiente aumento de toda la estructura de tasas de interés, sugieren alguna moderación en la tasa de crecimiento de las colocaciones. Al mismo tiempo, la cartera vencida del sistema se empina al 0,87% sobre el total de las colocaciones del sistema, mientras en diciembre alcanzó al 0,75%.

La moderada alza de la cartera vencida tiene como fundamentos una profundización de la crisis internacional y la corrección sistemática de las proyecciones de crecimiento de la economía. También el escenario de tasas de interés más altas comienza a ser internalizado, lo cual tiende a empeorar en el agregado la calidad de las carteras crediticias, haciendo más exigentes los análisis crediticios de la banca para con las empresas.

Las microfirmas y PYMES enfrentarán claramente en los próximos meses un panorama complejo. A las inevitables alzas de tasa de instancia del Banco Central para contrarrestar la inflación, se adicionará un creciente riesgo de crédito ya asimilado por la industria bancaria.

Las provisiones bancarias tanto para personas como empresas han comenzado a incrementarse. La posibilidad de que los controles de riesgo de la cartera se basen en parte en futuros incrementos de la tasa de interés para compensar el sobreapetito por riesgo del pasado, terminará empeorando la calidad de las carteras; el efecto Lemons (“clientes riesgosos”) tiende a manifestarse.

Las PYMES que posean relativamente flujos más inciertos y riesgosos, deberán soportar esta mayor tasa de interés. Los márgenes de operación ya se resienten con el mayor costo financiero, mermando el capital de trabajo de estas. Si a esto agregamos el escaso poder de mercado para negociar mejores condiciones de plazo y pago con empresas más grandes, la situación es con sesgo al deterioro.

D) AFPs

Las AFPs por su parte han soportado condiciones adversas en el escenario internacional y doméstico. Es así que a mayo ha sido magra la rentabilidad del sistema de AFPs acumulado en lo que va del año. Los fondos A y B (que pueden asignar un 80% y 60% de sus fondos a renta variable) exhiben variaciones negativas de -1,63% y -1,77% en 12 meses, no obstante en mayo 2008 presentaron variaciones significativamente más altas (3,22% y 2,24% respectivamente).

A su vez el fondo E (que por reglamento no invierte en acciones), no presenta pérdidas en términos anuales, debido a que no está expuesto a la volatilidad bursátil.

Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones

%, deflactada por U.F.

| Fondos | Mayo de 2008 | Jun 07 -May 08 |
|--------|--------------|----------------|
| A | 3,22 | -1,63 |
| B | 2,24 | -1,77 |
| C | 1,39 | -1,59 |
| D | 0,43 | -0,01 |
| E | -1,4 | 2,28 |

Fuente: SAFF

La crisis subprime es uno de los factores que más ha afectado el desempeño bursátil. El 36,5% del total de la cartera de inversión de las AFPs está invertido en el exterior, por lo que la propagación de la crisis subprime a otros mercados bursátiles incluida la plaza local, ha producido desvalorizaciones de las inversiones.

También el impacto por el rally alcista en el precio del crudo ha ocasionado costos a las inversiones de las AFPs por su incidencia en el sector real y financiero. A su vez las noticias globales y locales de que los bancos centrales endurecerán la política monetaria para contrarrestar las fuertes presiones inflacionarias, ocasionarán perjuicios en los rendimientos de las inversiones en renta fija (bonos corporativos, papeles del Banco Central, depósitos) de las AFPs. Por tanto la recomposición de los portafolios dependerá de si la velocidad de desaceleración marcada por la contracción monetaria será más pronunciada que la recuperación bursátil.

Nuevas reformas a los gobiernos corporativos de las empresas y avances en la modernización del mercado de capitales y de valores, como la *desmutualización* de la

bolsa, contribuirán a inyectar dinamismo al

E) Hechos Relevantes:

Desmutualización de la Bolsa

Hoy existen 35 corredoras autorizadas en la Bolsa de Comercio de Santiago, que serán afectadas por el nuevo proceso de *desmutualización* de la Bolsa. Este consiste en separar el derecho de negociar o transar en una Bolsa (el rol de corredor), con del derecho de propiedad del centro bursátil (ser propietario de una acción de la Bolsa, que es el órgano agrupador).

Dada la ocurrencia del caso Alfa³, las corredoras de bolsa deberán informar públicamente (una vez a la semana a la Superintendencia de Valores y Seguros) sus índices de liquidez y solvencia.

En consecuencia, ambas medidas son un paso importante, que mejora notablemente la información existente para nuevos inversionistas, disminuyendo así las barreras a las entradas y consecuentemente aumentando la competencia.

Actualmente para poder transar en la bolsa se debe comprar una acción de esta que cuesta aprox. 2 millones de US\$. Ya han emprendido este proceso la Bolsa de Estocolmo, Nasdaq, NYSE y el Bovespa, para aumentar la profundidad y liquidez de sus mercados.

Actualmente, los corredores desean tener menores costos, altos dividendos y un mayor nivel de rentabilidad. Pero al mismo tiempo son accionistas, manejan información privilegiada, y podrían afectar las expectativas e incidir en el precio de las acciones. Por ello, con la *desmutualización*, se obtendrían precios más justos, debido a la transferencia de los recursos financieros que a su vez pueden ser traspasados a todos los inversionistas del mercado.

³ Desde enero del 2007, Alfa estaba "apalancado" (sobre endeudado), con lo que hace mucho que estaba quebrado; durante los últimos meses se preocupó de recuperar los papeles e inversiones de los clientes para no enfrentarse a penas judiciales. Una vez que lo consiguió (en abril) decidió decretar el cierre de sus operaciones

mercado bursátil local.

Además, debido a esta mayor competencia, se eliminarán las tarifas discriminatorias⁴, que dan lugar a subsidios cruzados, perjudicando a los pequeños inversionistas en ganancia de los grandes. Una ventaja implícita de la separación de la funciones de corredor y accionista de la Bolsa, es la reducción de los costos de agencia, o eliminación de los conflictos de interés entre los miembros accionistas, y los mediadores no accionistas, debido a que los primeros quieren preservar el monopolio local sobre la negociación, y los segundos debido a que pretenden acceder al mercado accionario a través de métodos corrientes.

Con esto mejoraría la profundidad de los mercados. Asimismo, respectivamente, se aprovechará el concepto de oportunidad de los accionistas minoritarios, y las corredoras deberán aumentar su eficiencia para ser más competitivas concretando en el momento oportuno alguna transacción para mejorar los dividendos de sus clientes (debido a que actualmente algunas corredoras se tardan en dar la orden de una compra o venta solicitada por un cliente). De este modo se podría llegar a precios como los de USA en el cual realizar una operación, tiene un costo aproximado de tan sólo entre 10 y 12 US\$.

En resumen, la *desmutualización*, flexibilizará la inscripción de valores extranjeros, perfeccionará y acelerará las reformas de gobiernos corporativos, mejorará la capacidad de adaptación a los cambios, agilizará el proceso de toma de decisiones, incrementará la capacidad de obtención de financiamiento y facilitará los acuerdos de integración con otros mercados. Todo lo anterior incentivará a adoptar nuevos

⁴ La operación de compra o venta de acciones es del 0,5% (a lo que debe sumar el IVA y el derecho de bolsa). Hay algunos agentes bursátiles que cobran un monto fijo por acciones transadas. Además hay agentes bursátil cobra un determinado porcentaje dependiendo del monto transado, cuyo techo de mercado se ubica entre 0,4 y 0,5%, e incluso algunos incluso tienen un costo fijo por cada movimiento de hasta un determinado monto, el que va desde los \$10.000 por cada transacción

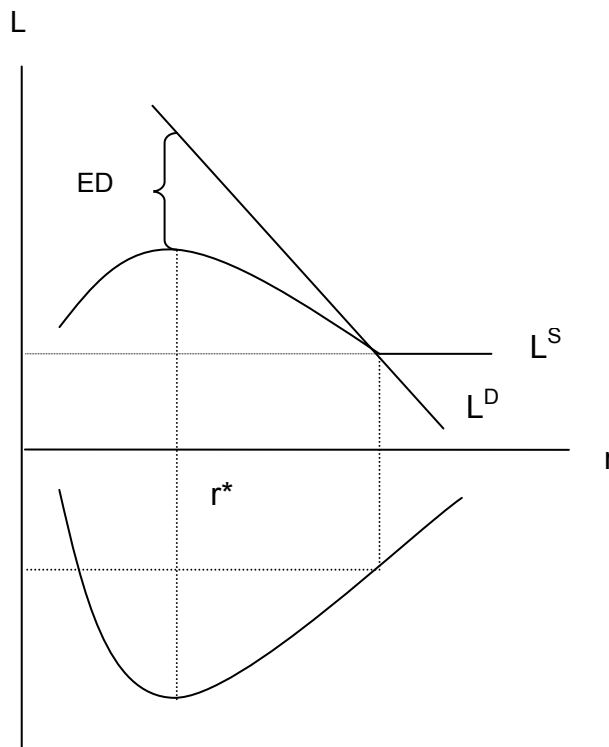
modelos de negocios ofreciendo una mayor gama de servicios a sus usuarios.

F) Box del Mes

Stiglitz, Joseph; Weiss, Andrew. **“Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”**. The American Economic Review. Volume 7. Issue 3. (1981).

“El resultado usual de la teoría económica de que los precios vacían los mercados, es específica a los modelos y no una propiedad general de los mercados – el desempleo y el racionamiento de créditos no son fantasmas.”⁵

Con esta cita finalizan un famoso artículo de Stiglitz y Weiss para explicar el exceso de demanda de fondos prestables o racionamiento de créditos. El gran aporte de estos economistas es la aplicación al mercado de crédito de la idea de que los equilibrios muchas veces no se encuentran donde el precio iguala la oferta y la demanda (o donde los mercados se vacían) sino en el precio donde ya no hay incentivos a cambiar de decisión por parte de los agentes. La teoría económica plantea que el precio de los bienes debiera aumentar o disminuir ante excesos de demanda u oferta, respectivamente, de tal forma que el mercado finalmente se vacíe. Sin embargo, cuando la calidad esperada de los bienes o servicios transados es función de su precio, surgen modelos en los cuales existen equilibrios que no necesariamente vacían el mercado. En particular, en el caso del mercado de crédito puede existir un equilibrio con exceso de demanda y exceso de oferta cuando la tasa de interés afecta directamente la calidad esperada de los préstamos. Para analizar aquella situación vemos el siguiente gráfico:



⁵ Existe racionamiento de crédito cuando: a) Entre eventuales prestatarios que parecen ser iguales, algunos reciben un préstamo y otros no y los que quedaron sin préstamo no recibirían un crédito aunque ofrecieran pagar una tasa de interés mayor o b) Existen grupos identificables en la población que, con una oferta de crédito determinada, son incapaces de obtener préstamos a cualquier tasa de interés. Aunque con una mayor oferta de crédito, ellos sí podrían.

Donde L son los préstamos, r la tasa de interés y p es el retorno esperado de los bancos. Los bancos maximizan su rendimiento esperado a la tasa de interés r^* , que es donde se produce el equilibrio con exceso de demanda (ED). En el gráfico, se aprecia que los bancos no están dispuestos a subir la tasa de interés, ya que disminuye el retorno esperado al aumentar el riesgo promedio de los préstamos a una tasa más alta.

Esto se produce porque un aumento de la tasa de interés podría desincentivar a los inversionistas menos riesgosos a tomar el préstamo e incentivar, en cambio, a los más riesgosos. Este efecto es el que los autores llaman "*sorting effect*". Por otra parte, una tasa de interés muy alta podría modificar la conducta por parte de los demandantes de préstamo, en el sentido de que podría tomar proyectos más riesgosos que aquellos que tomarían con una tasa más baja; existe en este caso un "*incentive effect*".

En conjunto, estos efectos (ambos generados por asimetrías de información) aumentarán el riesgo del portafolio de préstamos de los bancos, disminuyendo así su rendimiento esperado. De esta manera, el punto donde se iguala la oferta y demanda de crédito no puede alcanzarse. Dicho de otra forma, el banco no le prestaría a un individuo que ofreciera pagar más de r^* . Según el banco, tal préstamo es probable que sea de peor riesgo que los préstamos promedio a la tasa de interés r^* , y el retorno esperado de un préstamo a una tasa de interés superior r^* es en realidad menor que el retorno esperado de los préstamos que el banco está efectivamente realizando. Por lo tanto, "no hay fuerzas que lleven a la oferta a igualar a la demanda y el crédito se raciona".