



Informe Bimensual de Coyuntura Financiera

Número 3

Del 08 de Octubre al 08 de Diciembre de 2008

Las opiniones vertidas en este Informe no comprometen a la Universidad de Santiago de Chile, al Departamento de Administración ni a las instituciones tanto públicas como privadas donde se desempeñan los participantes de este documento.

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

[Diplomado en Gestión Financiera](#)

Director Responsable del Informe: Francisco Castañeda¹

Staff del Informe:

René Fernández Montt	Omar Pérez
Esteban Camus	Dennis Véliz
Carlos Peralta	Nelson Muñoz

¹ Dudas, sugerencias y/o comentarios, enviarlos a: francisco.castaneda@usach.cl



Informe Bimensual de Coyuntura Financiera

A) Señales Monetarias

La volátil situación financiera internacional ha alterado la liquidez global de una manera que no tiene precedentes. La crisis subprime se ha propagado rápidamente por las economías desarrolladas, requiriendo la inyección de liquidez de los principales bancos centrales del mundo. La estrechez de liquidez ha configurado un escenario donde se han incrementado las primas por riesgo país y de empresas, para economías emergentes. Efectivamente, el alza en el riesgo país ha sido de 70 puntos base en lo que va del año, alcanzando 220 puntos base en el Indicador EMBI que elabora J.P.Morgan. La volatilidad global y la aversión al riesgo, más que factores específicos de riesgo propios de la economía chilena, serían los principales factores detrás de esta alza.

Los efectos en la economía chilena no se han hecho esperar. Al tradicional fondeo que tiene la banca doméstica con bancos extranjeros (en un ratio bastante bajo, inferior al 7%), se agrega un escenario de mayor restricción de estas líneas de crédito internacionales. La percepción de que el riesgo se propaga sin importar la calidad crediticia de los emisores (sean estas empresas o riesgos soberanos) es una realidad que esta presente. El *"flight to quality"* producto de la asimetría de información, ha tenido como consecuencias un encarecimiento abrupto del dólar en los mercados internacionales.

En el mercado doméstico, tal presión alcista del dólar era "reforzada" por la compra de dólares en el mercado doméstico por parte

del Banco Central, para sortear futuras crisis de liquidez (de acuerdo al discurso oficial del instituto emisor). Esta intervención cambiaria, alcanzó a acumular alrededor de 5.700 millones de US\$ en un período de 5 meses, las que se adicionan al stock adicional de reservas internacionales existentes. Esto significa disponer de reservas internacionales equivalentes a un 13% del PIB. Este ratio deja eventualmente en mejor posición la liquidez de la economía chilena para sortear crisis financieras más agudas.

Pero la desventaja de este programa de compra de dólares, se traducía en un impacto inflacionario que no era marginal, sobre todo cuando la tasa de inflación alcanzó un 9,2% en 12 meses (con una tasa del 1,1%). A su vez, las mediciones alternativas de inflación (inflación subyacente e inflación dura), evidencian un ritmo claro de propagación de alza de precios a la mayoría de los bienes que componen la canasta de bienes que componen el IPC. Por lo tanto, los denominados "efectos de segunda vuelta" están ya presentes, haciendo más difícil la tarea del Banco Central para controlar la inflación.

Es altamente probable que el fin del rally del precio de los commodities (el cobre ha estado por primera vez en los últimos años bajo los 3 US\$ la libra, y el precio del crudo ha rondado bajo los 100 US\$/ barril), facilite una caída acelerada de la inflación producto del enfriamiento global -aunque esto va a depender en última instancia de la inercia inflacionaria y de los mecanismos de reajustabilidad salarial de que dispone la economía-. La credibilidad del Banco Central

será crucial para poner un límite a las negociaciones y reajustes salariales.

Junto a lo anterior, la agudización de la crisis financiera en USA y la cierta escasez relativa de dólares en el mercado local, obligó al Ministerio de Hacienda a realizar sendos depósitos en dólares en los principales bancos de la plaza en septiembre y octubre, para respaldarlos de algún grado de iliquidez debido a la corrida de fondos mutuos que habían experimentado. Esta mayor liquidez transitoria también fue respaldada por operaciones swaps del Banco Central de modo de dotar a la economía de los dólares necesarios para el normal funcionamiento del sistema de pagos. La inyección en pesos ha sido realizada a través de operaciones Repos (compra de títulos de crédito, con pacto de retroventa) a 28 días, alcanzando el equivalente a 500 millones de US\$. Pese a lo anterior, los bancos de la plaza han ajustado sus tasas al alza para proveerse de la liquidez necesaria. Esto se ha traducido en un alza en el crédito en dólares a exportadores, y en un aumento generalizado de los costos de fondo de la industria bancaria local, afectando negativamente la calidad de las carteras crediticias de la banca.

En este contexto, la tasa Libor (tasa de interés interbancaria internacional) alcanzó a 30 días un valor de 4,11%, el más alto en lo que va del año, lo que confirma la dificultad para los bancos de obtener financiamiento en dólares.

Es así como el sector inmobiliario y de retail (consumo), así como la actividad industrial dependiente de nuevos proyectos de inversión son los más afectados por este encarecimiento del costo del crédito local. Efectivamente, el financiamiento para las empresas a través de bonos se ha vuelto más costoso en los mercados internacionales, por lo que podría esperarse menos ampliaciones de capacidad, dificultad en refinanciar vencimientos o renovaciones de deudas, y sobre todo en un ritmo de crecimiento más lento de la inversión.

También la bolsa chilena ha evolucionado con sesgo a la baja desde el comienzo de la crisis subprime, alcanzando una pérdida acumulada del 37% para el caso del IPSA.

Esto está afectando a papeles concentrados en materias primas, consumo, y sector construcción. Los mercados no han digerido con claridad el plan de mega-rescate de Bush, y por tanto no apuestan a si esto resuelve sólo el problema de liquidez gravísimo que existe o si será asimismo capaz de resolver los problemas de inadecuada supervisión y regulación.

Respecto al presupuesto fiscal, se anunció un incremento del gasto fiscal para el 2009 de un 5,7%. La contribución fiscal para el cumplimiento de la meta de inflación le deja una tarea de envergadura al Banco Central, el cual ha venido aplicando una política monetaria restrictiva. Seguir aplicando esa política al ritmo previo podría desacelerar la economía más de lo deseado. Afortunadamente, el Banco Central sinceró la intervención cambiaria porque esta era inconsistente con los objetivos de liquidez-inflación que requiere la economía en la actual coyuntura.

B) Coyuntura Financiera Internacional

Crisis Subprime y Expectativas en Chile

El presente artículo tiene por finalidad analizar los efectos que puede acarrear el rescate financiero llevado a cabo por las autoridades estadounidenses, y la forma en que se percibe a través de la reacción de algunos indicadores financieros locales y de sus expectativas. Comenzamos con una breve descripción de la fuente de la crisis financiera, relacionada al sector hipotecario “subprime”.

Crisis Subprime

El término “subprime” en el mercado hipotecario se refiere a aquellas hipotecas de mayor riesgo crediticio de la economía de Estados Unidos. La crisis subprime está referida al problema de los mercados financieros suscitado debido al no pago de las hipotecas del segmento más riesgoso de la población estadounidense.

Durante el período previo a la crisis, la economía estadounidense mostró estabilidad en su crecimiento, tasas de interés bajas y por tanto un escenario propicio para el mercado inmobiliario. El exceso de confianza de los agentes llevó a que la industria compitiera por su cuota de mercado, flexibilizando excesivamente las exigencias para el otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios. Asimismo, las clasificadoras de riesgo no advirtieron la magnitud de esta situación, motivo por el cual han sido actualmente cuestionadas. De este modo, la cartera de préstamos se volvió significativamente más riesgosa

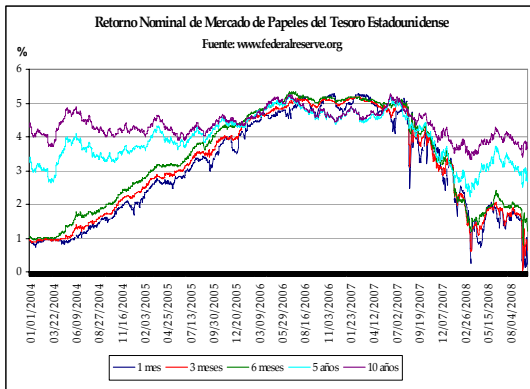
Debido a la posibilidad de venta de estas hipotecas (dado que consisten en un activo de las empresas que concedieron los créditos), lo que permite acceso a ellas por parte de los fondos de inversión luego de un proceso de securitización (mediante este proceso se agrupan deudas con características similares, y se emite un bono que es vendido en el mercado, y cuyos flujos son cubiertos por los pagos de dichas hipotecas). Estas fueron negociadas en los mercados tal como cualquier otro papel, bono

o acción. Este tipo de inversión representa un alto riesgo de no pago, razón por la cual está sujeta a mayores tasas de interés que otros segmentos de mercado. Ello, a pesar de que la plusvalía de su colateral –la casa- se considere un respaldo de estos activos. También para mejorar la calidad crediticia del bono securitizado de alto riesgo, se contrataba un seguro de crédito (credit default swap -CDS). Además, este también se transaba en los mercados secundarios, constituyéndose en una verdadera apuesta sobre la capacidad de pago. Con la desregulación de los 90, los bancos en USA no estaban obligados a netear sus posiciones en derivados (“off balance sheet”) lo que incrementó el riesgo sistémico de estas transacciones, al ser adquiridos también por bancos europeos y asiáticos.

De esta manera, debido a la persistente alza de tasas de interés llevada a cabo por la Reserva Federal, se encarecieron significativamente las cuotas de estos créditos, lo que afectó a los hogares que tenían una carga financiera al borde de su capacidad. Ello derivó en una situación de no pago de la deuda por parte de estas familias, desencadenando esta crisis, tanto por ese no pago como por el golpe a la confianza en estos activos de inversión. Esto es debido a que el alza en las tasas y el moderamiento en el crecimiento de la economía estadounidense aumentó las dudas de la capacidad de pago de ciertos deudores hipotecarios.

En este contexto, durante el año 2007 se perdió interés en estos papeles, tornándose estos menos “líquidos”. El mercado reconsideró que había subestimado el riesgo de los papeles más riesgosos del mercado, incrementando su premio por riesgo (con la consecuente desvalorización de dichos activos), apareciendo como un mejor sustituto los bonos del tesoro norteamericano.

Gráfico 1:



Fuente: Elaboración propia.

En el anterior gráfico se puede observar la evolución de las “yields” o rendimientos de los bonos del tesoro norteamericano para distintos plazos. Las tasas de corto plazo muestran una curva más marcada que las de largo plazo (las que se mantenían elevadas antes de la crisis, cuando las de corto plazo eran más bajas). Sin embargo, se aprecia una mejor transmisión del efecto de reducción de tasas cortas a las largas durante fines del 2007 y en lo que va del 2008, luego de la reacción expansiva de la Reserva Federal. Observar que las tasas de corto plazo (menos de un año) cayeron abruptamente a niveles inferiores al 1% durante los últimos días.

Respecto de la gravedad de la crisis, cabe mencionar que los resultados de ella significarían un considerable impacto en el sector real de la economía, como es la producción y el empleo (de hecho ya hay efectos adversos sobre la producción industrial norteamericana), y un contagio a los sistemas financieros del resto de la economía mundial, con las consiguientes consecuencias para la economía chilena, en una cuantía relativa a su relación e interdependencia con la economía global.

El plan de rescate financiero

Antes de detallar los esfuerzos del Gobierno Estadounidense para rescatar al sistema financiero de la crisis de iliquidez, es

oportuno señalar, en primer lugar, que las medidas tomadas han estado orientadas al salvataje de bancos de inversiones principalmente, y en segundo lugar, señalar las diferencias entre bancos comerciales y bancos de inversión. Los primeros centran sus negocios en captar recursos o depósitos a la menor tasa de interés posible, y conceden préstamos a la mayor tasa posible (de esa forma intentan maximizar sus beneficios). En tanto, los bancos de inversión dedican sus actividades a diversas operaciones financieras, como lo son sacar empresas a Bolsa, diseñar y ejecutar OPA's, fusiones, ventas de empresas o partes de ellas, emisiones de bonos, operaciones de *trading* de gran volumen en los mercados financieros, etc., de manera que realizan acciones que involucran un mayor nivel de riesgo que la banca comercial, teniendo un comportamiento muy cíclico en sus resultados, en general acorde a la coyuntura económica.

La actual crisis, junto a la transformación de los dos últimos grandes bancos de inversión en Estados Unidos, Goldman Sachs y Morgan Stanley, en consorcios bancarios, representa el final de la era de los bancos de inversión en Estados Unidos, tal como han sido conocidos hasta hoy.

El siguiente cuadro muestra las cifras en miles de millones de dólares norteamericanos que implica el plan completo de rescate del sistema financiero norteamericano.

Acción	Monto (miles de millones de USD)
Rescate Bear Stearns	29
Rescate Fannie Mae y Freddie Mac	200
Rescate AIG	85
Plan de rescate hipotecario en discusión	700
Total	1.014

Fuente: The Wall Street Journal Americas

La decisión de aprobación por parte del Congreso norteamericano de la cifra más significativa de USD 700 miles de millones ha sido muy controvertida; por una parte, la aprobación del plan significaba entregar un fuerte respaldo de apoyo y salvataje de la

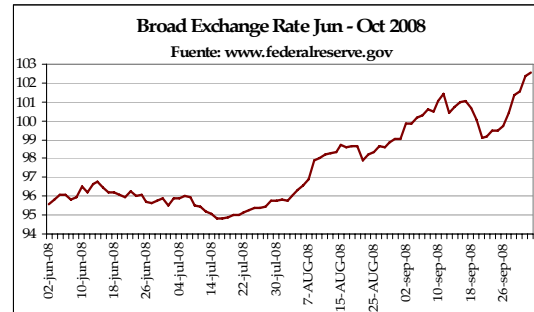
liquidez del sistema con una reducción de la incertidumbre para los inversionistas, pero, a la vez, una situación de fomento a que las instituciones financieras sigan realizando inversiones excesivamente riesgosas con la garantía implícita de que el Estado siempre rescatará al sistema, avalando que los inversores tomen riesgos innecesarios, obteniendo las ganancias derivadas de sus decisiones pero no las pérdidas de dicha posición. Por otra parte, la no aprobación del plan suponía un entorno volátil con un contagio de la crisis que podía derrumbar a diversas entidades financieras, debilitando el sistema financiero y haciendo significativamente más escasos los recursos para consumo e inversión de la economía de ese país con las respectivas consecuencias para la economía mundial.

El día 29 de septiembre, legisladores republicanos y demócratas votaron en contra del salvataje impulsado por el Estado un día después de que los líderes del Congreso anunciaran que se había llegado a un acuerdo para aprobarlo. Como reacción, el índice industrial Dow Jones comenzó a caer antes de la votación para finalmente cerrar con la mayor caída de su historia, en 777,68 puntos o de 6,98%, en una jornada en que las acciones más castigadas fueron las acciones del sector financiero, que cayeron en 14,24% promedio en el día, con el resultado de que Wachovia se vio obligada a quebrar o ser vendida, siguiendo la suerte de Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG y Washington Mutual.

Sin embargo, el viernes 3 de octubre el Senado estadounidense aprobó por completo, aunque con modificaciones, el plan de rescate por US\$ 700 billones para estabilizar el sistema crediticio, denominado "Emergency Economic Stabilization Act of 2008" (Acta de Estabilización Económica de Urgencia de 2008).

Esta situación, y la expectativa de aprobación del plan, han tenido un efecto de fortalecimiento de la moneda estadounidense, lo que se puede verificar en el siguiente gráfico, que presenta la evolución del *Broad Exchange Rate* desde junio, que es un índice de tipo de cambio consistente en un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar estadounidense contra la moneda

de un grupo de grandes socios comerciales de Estados Unidos.



Como se aprecia, desde el 22 de septiembre el dólar ha mostrado una permanente apreciación que ha alcanzado un 3,47%.

¿Cuáles son las principales medidas que incorpora el plan aprobado?

Los contribuyentes recibirán derechos de compra de acciones ("warrants"), con lo que se beneficiarán si las empresas que reciben su ayuda se recuperan.

El Gobierno limitará los ingresos de los directivos de las compañías participantes en el programa. Los jefes de empresas en quiebra no podrán recibir beneficios multimillonarios cuando son despedidos.

El Gobierno elevará los impuestos a empresas que paguen a sus directivos por encima de USD 500 miles anuales.

Se establecerá un consejo de supervisión del programa, que incluirá al presidente de la Reserva Federal, el presidente de la Comisión del Mercado de Valores, el director de la Agencia Federal de Financiación de Viviendas y el Secretario de Vivienda y Desarrollo Urbano.

Adicionalmente:

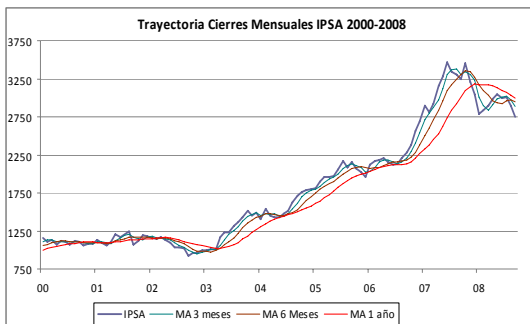
- Se incrementa desde US\$ 100.000 a US\$ 250.000 la garantía a los depósitos bancarios.

- Se exige a una gran porción de contribuyentes con ingresos medios de la "Tasa Mínima Alternativa" (Alternative Minimum Tax).

- Desgravaciones fiscales e incentivos para los privados que inviertan en energías renovables.
- Exenciones fiscales para las empresas que inviertan en nuevos mercados, en investigación y desarrollo, así como a los pequeños comercios y restaurantes que inviertan en mejoras.
- Capacidad de la Comisión de Valores para prohibir la práctica conocida como "mark to market" (que permite a las entidades asignar a un bien el valor de mercado).

¿Cómo ha reaccionado el mercado chileno ante la noticia de rescate del sistema financiero norteamericano?

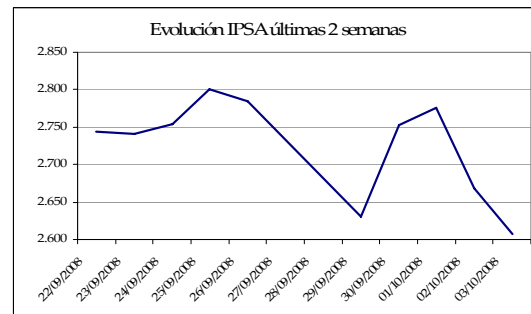
Consideremos a las variaciones de corto plazo del Índice de Precios de una Selección de Acciones (IPSA) de la Bolsa de Santiago como una señal de la percepción del mercado respecto de la situación de estabilidad financiera y económica futura. Como se puede apreciar en el gráfico presentado a continuación, el IPSA ha mantenido un fuerte crecimiento a partir del año 2003 y hasta el segundo semestre de 2007, fecha a partir de la cual ha mostrado un cambio de tendencia a la baja. Ello responde a los cambios desfavorables en las expectativas de los principales indicadores de la economía chilena, como son la caída de las expectativas de crecimiento económico y el alza en las expectativas de inflación.



Mas allá de estos aspectos, que en un mundo en que las economías son altamente interdependientes reflejan la influencia de la economía mundial sobre la chilena, se aprecia que, en los últimos días, frente a las noticias del plan de rescate del sistema

financiero norteamericano, el IPSA ha reaccionado de forma favorable, pero moderando su variación diaria y no al punto de romper la tendencia a la baja mostrada en los últimos meses.

De hecho, durante los últimos días el índice bursátil chileno IPSA continuó cayendo, aunque con bajos volúmenes transados, a causa de la incertidumbre respecto al resultado de la votación definitiva del plan de rescate financiero en la Cámara de Representantes de Estados Unidos.



Conclusiones

En la economía local el efecto financiero de esta crisis se ha sentido sobre las cotizaciones de la bolsa de comercio y probablemente en el tipo de cambio. Esto último se debe al refugio de inversionistas en la moneda estadounidense, lo que causa una gran apreciación en esta moneda, pero de corto plazo.

La transmisión de la crisis; de no mediar disposiciones inmediatas de liquidez en dólares y pesos proveídas por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda; encarecerá el costo del crédito externo para la banca local.

No es fácil cuantificar la magnitud de los efectos sobre las variables mencionadas, pero la aprobación del plan completo de rescate al sistema financiero norteamericano podría moderar los efectos de la crisis en la medida que genere estabilidad y sensación de confianza, de modo de no provocar grandes impactos en los flujos de capitales y en las variables económicas clave.

Sin embargo, si la crisis de los mercados financieros estadounidenses no es controlada, podría generar una escasez de recursos financieros (se considera que el sistema financiero es el aceite que facilita el crecimiento económico), afectando a corto plazo la demanda interna de ese país al afectar al consumo, y, a mediano y largo plazo, a la inversión, mermando el crecimiento económico y el empleo. Este mecanismo es un canal que puede afectar a la economía chilena y mundial por medio del comercio internacional.

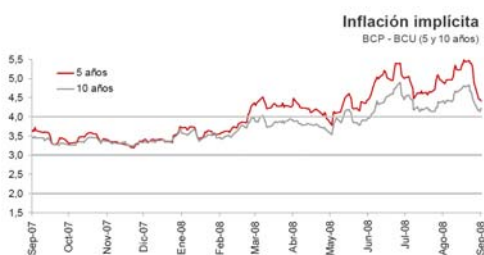
C) Industria Financiera

BANCA

El año 2008, la inflación mundial ha sido el foco de los bancos centrales tanto de los países desarrollados como emergentes. En julio, la inflación anual del IPC alcanzó 5,6% en EE.UU. y 2% en Japón, mientras en la Zona Euro fue de 3,8% a agosto. En tanto en Chile, el IPC se incrementó 0,9% en agosto, acumulando un 6,5% en el 2008 y un 9,3% en doce meses.

PAIS	Inflación		TPM
	Var. Anual	Meta	
USA	5,6% Julio	En torno al 2%	2.0%
ZONA EURO	4% Agosto	2.00%	4.25%
JAPON	3,8% Julio	2.00%	0.5%
CHINA	6,3% Julio	4.8%	7.47%
CHILE	9,3% Agosto	3.0%(+/- 1%)	8.25%

Estos registros inflacionarios han superado ampliamente los esquemas y objetivos de las autoridades monetarias. Debido a este escenario, se incremento en septiembre la tasa de política monetaria (TPM) en 50 puntos base, desde 7,75% a 8,25%, con el objetivo de asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3% en el horizonte de política². Con ello los papeles nominales BCP-5 y los papeles en UF BCU-5 -que refleja la expectativa de inflación implícita en los papeles nominales- se empearon hasta un 4,70%, cifra menor a la de 5,04% observada en el mes de junio.



Además de lo anterior, la tensión de los mercados financieros, provocada por

² Según el IPOM de septiembre podríamos deducir que la TPM llegaría al 8,7-9,0%, intuitivamente a través de la tasa forward y las tasas swap, para el periodo del primer trimestre 2009.

la crisis financiera internacional, ha traído consigo un alza en su costo de financiamiento y una caída en el valor de sus acciones, lo que finalmente se tradujo en un problema de insolvencia y liquidez en los mercados. Ello ha obligado a los bancos centrales a prorrogar y ampliar las medidas adoptadas para proveer de liquidez al mercado.

Una de las medidas fue la expansión de US\$ 300 mil millones en swaps para la inyección de nueva liquidez en el mercado bancario anunciada por las entidades monetarias mundiales. Con esto, se busca algún modo de facilitar el funcionamiento normal del mercado cambiario y la liquidez interbancaria en moneda extranjera.

En este ambiente, el índice de volatilidad VIX (Exchange Volatility Index), llegaba a su punto más alto en toda esta crisis, causando temores por un impacto sobre la estabilidad financiera nacional. Todo lo cual ha disminuido el dinamismo del sector, afectando por tanto el riesgo del sistema.



Fuente : www.bloomberg.com

Lo anterior puede apreciarse principalmente en el deterioro sistemático de la cartera de los bancos durante los últimos meses, en especial en julio, donde se alcanzó un peak en términos de riesgo producto de la alta inflación, lo que ha distorsionado el ingreso disponible. Esto, sumado al mayor costo de financiamiento que tienen las personas. Con ello, las condiciones crediticias son más restrictivas y menos favorables, evidenciándose en la imposición de requisitos de aprobación más rigurosos para estos préstamos y un aumento en el spread sobre el costo de fondo, así como garantías.

Respecto a las empresas inmobiliarias, estas han enfrentado una menor demanda, producto principalmente del aumento del rechazo de préstamos hipotecarios

bancarios y la desaceleración de créditos de vivienda (0,80% v/s 1,22% de junio).

En relación a las empresas, se ha registrado una disminución en los créditos para ellas, debido al deterioro del entorno económico, sumado al aumento persistente de los precios de las materias primas, la alta volatilidad (la cual se ha mantenido en niveles elevados), provocando un alto grado de incertidumbre asociado a su evolución futura.

En resumen, Chile es vulnerable y es muy probable que nos enfrentemos a un escenario de alzas en la paridad peso-dólar, menor inflación local y por consiguiente una disminución en la demanda interna. Todo esto en virtud de las condiciones de crédito más restrictivas, el ingreso nacional corregido a la baja y por disponer de menos proyectos de inversión en recursos naturales y energía. Dicho freno en la economía solo será compensando por un fisco con ahorros financieros fuertes, para compensar la caída del gasto externo.

AFP

Las consecuencias de la alta incertidumbre generada por la crisis subprime están produciendo cambios en las preferencias por riesgo de los afiliados al sistema de las AFP. Lo anterior se pone de manifiesto al observar que el total de activos correspondientes a los fondos mutuos tipo A y B ha disminuido, mientras que los activos correspondientes a los fondos C, D y E han aumentado.

Participación de fondos según tipo

fondos	Abril 2008	Agosto 2008
A	22,5%	21,1%
B	22,2%	21,4%
C	42,4%	43,2%
D	10,6%	11,3%
E	2,3%	3,0%

La rentabilidad obtenida por los distintos tipos de fondos ha sido negativa, con la excepción del fondo E, el componente principal de este hecho es la inversión hecha en instrumentos de renta variable extranjeros. Tan sólo la renta fija nacional aportó positivamente al retorno de todos los tipos de fondos de pensión.

Fondo	Rentabilidad
A	-4,75%
B	-3,41%
C	-2,14%
D	-0,99%
E	0,16%

Rentabilidad según fondo. Agosto 2008

En este escenario, los fondos de pensión verán ampliadas sus posibilidades de inversión en el extranjero. A partir de octubre el fondo A podrá invertir hasta 65% en instrumentos extranjeros, el B hasta 50%, el C hasta 40%, el D hasta 20% y el E hasta en un 10%.

La inversión agregada de todos los fondos de pensión en acciones de emisión nacional alcanza el 14,5% (siendo el sector eléctrico y el de recursos naturales los que más contribuyen a esta cifra, con un 4,8% y 3,9% respectivamente), cifra inferior a la que se reportó a finales de julio del 2008 que fue de un 14,7%

La inversión internacional al 31 de agosto del 2008 representa un 32% del total del sistema, disminuyendo respecto al 32,6% que se registraba el 31 de Julio. En parte, esta disminución se debe a la fuerte caída que han registrado en los mercados bursátiles desde que comenzó la crisis hipotecaria (la baja más acentuada fue la del Dow Jones, que perdió 2,08%, completando una caída anual de 14,16%) situación que afecta la valorización de las inversiones y al alza en la tasa de interés en la economía nacional que se viene registrando desde febrero de este año.

Dado el panorama económico internacional actual, los fondos de pensiones en estos últimos meses se ha comportado de manera sincronizada con el mercado exterior, reportando bajas consecutivas en estos últimos meses.

Para este segundo semestre el escenario es más alentador después de la mayor flexibilidad de las negociaciones entre Irán y Occidente. También el precio del crudo es impulsado a la baja por la mayor debilidad de la economía de USA, mayor a la esperada en esta segunda parte del año

D) Hechos Relevantes:

1. Relación entre Inflación y Elecciones.

Las elecciones municipales programadas para el 26 de octubre son una instancia para medir el real impacto de la inflación en ellas y comenzar a evaluar la relevancia que tendrá en las futuras elecciones presidenciales.

Habiendo pasado ya un 11 de septiembre, se viene a la memoria la forma en que la inflación y algunos otros factores han desestabilizado gobiernos democráticamente elegidos. Para buscar una historia más reciente, tenemos como en Brasil hace sólo algunos meses, la inflación -que perjudica en mayor medida a la población de menores ingresos-, disminuía la aprobación del gobierno, dependiente en gran sentido de la estabilidad económica y de la valorización del real para mantener el impacto de sus políticas distributivas. Sólo por mencionar otra historia, se recomienda recordar el séquito de mandatarios que desfilaron por la presidencia al otro lado de la cordillera en pleno desarrollo de su crisis.

Algunos Cientistas Políticos señalan que en las elecciones municipales, por ser elecciones locales, la influencia de la inflación actual no debiese ser significativa en el voto final. De hecho, en este tipo de elecciones existe menor relación entre el partido político del candidato y el voto final. Para ello es claro apreciar como gran parte de los candidatos han omitido el partido político que los apoya como una forma de eliminar resistencias. Ahora bien, sobre todo en el caso de liderazgos incipientes, apoyados únicamente en la figura del potencial candidato presidencial de su partido en algunas fotos y paseos por ferias, la inflación debiese afectar en alguna medida al candidato oficialista, con un pequeño porcentaje de voto castigo. Sin embargo, existen dos consideraciones fundamentales:

1.- Si bien es cierto la inflación, al igual que otros índices económicos negativos, puede provocar inflexiones en el voto, esto ocurre sólo cuando los resultados son asociados a una mala administración.

2.- El impacto de la inflación aún se mantiene en un nivel aceptable.

Existe evidencia empírica en otras latitudes, sobre la influencia de la inflación en la popularidad del actual Presidente español, resultados de elecciones regionales en Argentina y el tema, además, se viene investigando en Estados Unidos desde hace tres décadas. En Chile existe poca evidencia al respecto y en pos de aportar a ello se desarrolla este artículo.

La evidencia empírica sugiere que la barrera psicológica de los dos dígitos porcentuales afecta en modificaciones a la intención de voto, lo que en nuestro caso podría ser la diferencia entre oficialismo u oposición.

Hace algunos días un estudio de El Mercurio y Opina S.A. señalaba que el 82% de los encuestados consideraba que la inflación era importante o muy importante en su vida. La relevancia de esta cifra es que el porcentaje valida el supuesto de comportamiento racional, pues claramente la inflación es fundamental en la vida de la población. Por otro lado, en la misma encuesta, un 46% señalaba que cambiaría el voto de aumentar la inflación, asunto de gran relevancia para nuestro análisis.

Las caras de la inflación:

Las importantes alzas que han tenido principalmente frutas, verduras, lácteos y transporte, impactan en mayor medida a los segmentos de bajos ingresos, ya que ellos son quienes dedican un mayor porcentaje de su ingreso al consumo de estos bienes.

Por otro lado, el alza del valor de la UF afecta en gran medida a la clase media, debido a que gran parte de ella ha contraído créditos de largo plazo en dicha unidad monetaria.

Algunos estudios de opinión muestran cómo la percepción de los últimos meses de la ciudadanía es mayoritariamente pesimista en cuanto al comportamiento futuro de la economía.

Es claro que la mantención de cada una de las caras mencionadas afectará de alguna

forma en las elecciones municipales, pero en mayor medida las presidenciales.

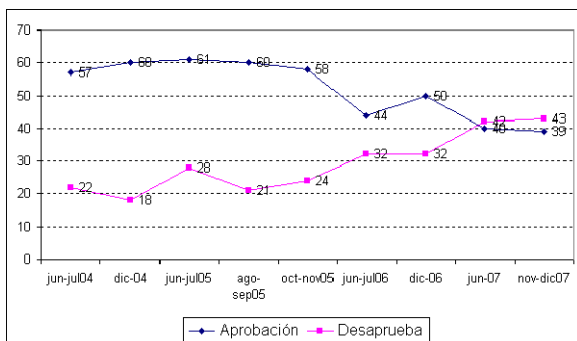
¿Qué se está haciendo?

La inflexión en los mensajes de ciertas autoridades políticas oficialistas desde la persistente solicitud de aumento del gasto fiscal hace algún tiempo hasta el control del presupuesto público en la actualidad, dan una señal de alineamiento relevante.

El Análisis.

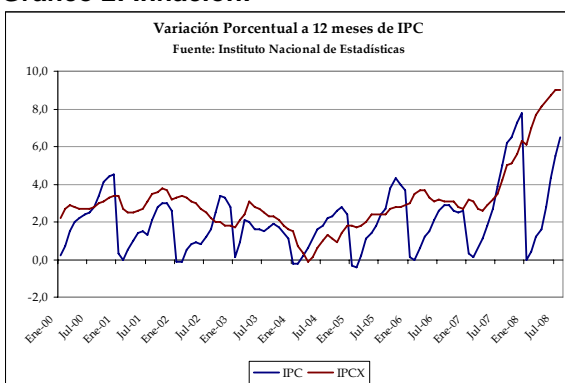
Por medio de la comparación de los gráficos a continuación, se muestra la relación básica a considerar: la evolución inflacionaria y popularidad del gobierno.

Gráfico 1: Popularidad del Gobierno



Fuente: Elaboración del Instituto Libertad.

Gráfico 2: Inflación:



Fuente: Elaboración propia.

De los dos gráficos anteriores, es posible cotejar algunas apreciaciones significativas.

Al observar el Gráfico 1, en diciembre del 2004 disminuye la desaprobación del gobierno a un porcentaje muy bajo, histórico. Si bien es cierto esta disminución no obedece en forma exclusiva a la inflación, es coincidente con el sentido que en dicho período tuvo el IPCX³ del Gráfico 2.

En el primer gráfico, desde el período agosto-septiembre del año 2005 es posible observar un aumento sostenido en la desaprobación a la gestión del gobierno. Más aún, en el mismo período disminuye la aprobación, salvo en la medición de diciembre del 2006.

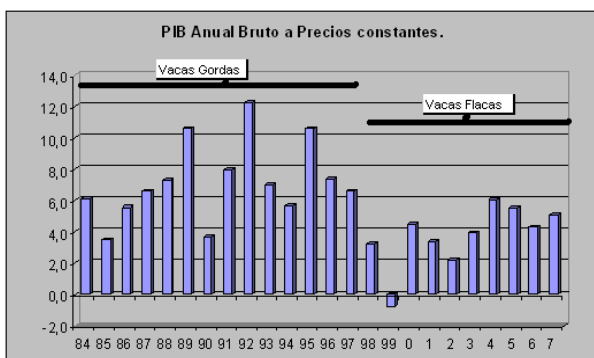
Al comparar los lapsos del período anterior con el comportamiento del IPCX en el segundo gráfico, es posible observar movimientos en el mismo sentido. Más aún, la inflexión a favor del gobierno observada en diciembre del 2006, es apoyada por una leve disminución del IPCX del segundo gráfico.

Concluyendo, el análisis de los comportamientos anteriores, es posible observar que el índice de aprobación del gobierno ha descendido en líneas generales, asunto consecuente con el comportamiento del IPCx.

No obstante lo que la teoría podría sugerir, es difícil encontrar una relación entre la evolución del PIB (Gráfico 3) incluyendo el período determinado como de vacas flacas y la aprobación del gobierno.

³ IPC, pero en su cálculo se excluyen los precios de combustibles, frutas y verduras frescas. La variación de este indicador se denomina inflación subyacente, que es la de mayor relevancia al momento de decidir la política monetaria.

Gráfico 3: Evolución del PIB:



Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones:

No obstante la clara influencia de la inflación en la aprobación del gobierno, se concluye que debido al carácter local de las próximas elecciones y que la inflación se mantiene en un nivel tolerable, habrá escasa influencia en los resultados de las municipales. Ahora, sumando el leve efecto inflacionario a otros factores de estrategia política y las caras visibles, sería posible aventurar que si bien la Concertación obtendrá una mayoría de sufragios en la elección municipal, este porcentaje será menor que el obtenido por la misma coalición en las elecciones municipales anteriores.

Por lo tanto, de aumentar la inflación y asociarse dicho comportamiento en alguna medida a un errático comportamiento de la autoridad, es probable que aumente la probabilidad de la tan mencionada alternancia en el poder.

2.- Evolución del Mercado del Crudo

El fuerte aumento del precio de los commodities, y del petróleo en particular, ha marcado a lo largo de los últimos meses la evolución de la inflación a nivel global, afectando directamente en la renta disponible de los consumidores. Como se observa en el gráfico 1, a lo largo de la década del 80 y 90, la evolución del precio de los commodities, de manera agregada, se movió en un rango amplio, pero lateral. Sin embargo a partir del año 2002 se produce un cambio de tendencia, el inicio de lo que se está llamando un “super ciclo”. La pregunta lógica es cuáles son los factores que están moviendo el precio de los commodities y del petróleo en particular.

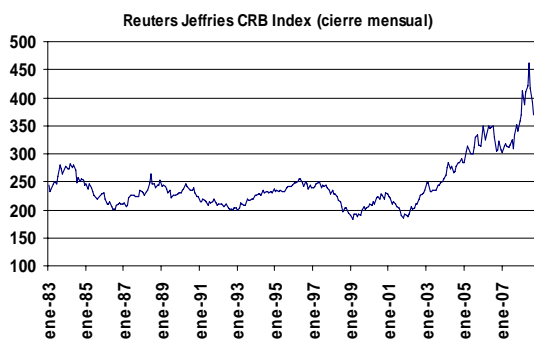


Gráfico 1

Lo primero a tener en cuenta, es que el commodity ya pertenece a un posible activo más dentro de un portfolio de inversión, englobándose en la gama de productos de inversión “alternativos” (p.e. private equity, real estate y hedge funds). La razón radica en que incluir commodities en un portfolio permite hacer más eficiente una cartera de inversión, beneficiándose del efecto diversificador del commodity sobre los instrumentos de inversión tradicional, gracias a su baja correlación con la renta variable y fija. Adicionalmente, en períodos de crecimiento económico, los commodities pueden aprovecharse debido a que habitualmente tienen un performance positivo. Además, en casos de expectativa de inflación alta, la inversión en commodities ha sido usada como un hedge de inflación (correlación positiva con la inflación). Por ultimo, también se ha identificado que los commodities tienen una alta correlación con

la depreciación del dólar, por lo que también ha servido de hedge para inversionistas con instrumentos denominados en dólares.

Adicionalmente, en los últimos años se ha facilitado el acceso a la inversión en commodities, tanto en el ámbito institucional como minorista. La forma tradicional e imperfecta de exposición a commodities se ha realizado a través de empresas del sector, sin embargo ahora es posible acceder por ejemplo a fondos de inversión dedicados en exclusiva a inversión directa en este activo, desde fondos de gestión activa hasta ETF.

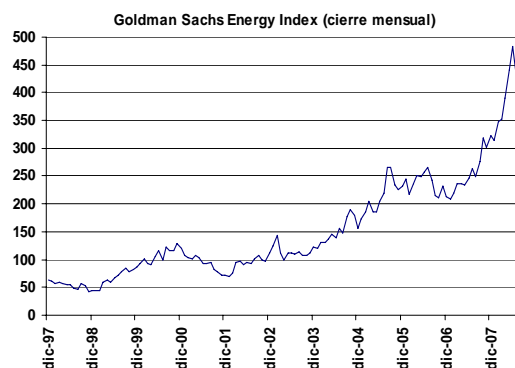


Gráfico 2.a

Adicionalmente a esta demanda de commodities por parte de los gestores, y de manera mucho más importante, hay que sumar el aumento de la demanda real o física. Y este aumento podría no haber estado compensado por un aumento de la oferta física a un mismo ritmo.

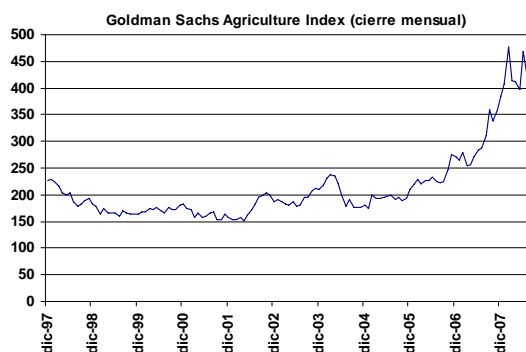


Gráfico 2.b

La fuente del crecimiento de la demanda se explica fundamentalmente por la expansión de la demanda por recursos naturales desde los países emergentes, concretamente China. Como se puede observar en los gráficos 2.a y 2.b, el aumento de precios ha sido más pronunciado en el segmento de la energía. Este comportamiento también se puede apreciar en la evolución del precio del petróleo. En el gráfico 3 aparece la evolución del precio del petróleo en los últimos 10 años. Desde el año 2003 a la fecha su precio se ha triplicado, y las negociaciones en el mercado de futuros han hecho lo mismo.

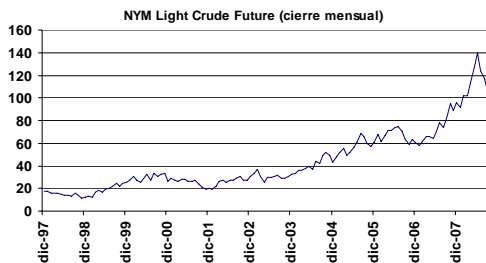


Gráfico 3

Las razones para esta evolución se pueden reconocer en las mencionadas anteriormente. En su caso específico son una mezcla de reflejos de expectativas sobre factores que van desde exclusivamente técnicos hasta geopolíticos. El factor fundamental que explica la evolución del precio del petróleo es el equilibrio entre la oferta y la demanda de crudo. Al igual que ha pasado con el resto de los commodities, en los últimos años se ha producido un importante crecimiento de la demanda por crudo desde los países en desarrollo, particularmente de India y China, este último de camino en convertirse en el segundo consumidor mundial de petróleo. Todo esto acompañado por una oferta que se comporta de manera más rígida o con una baja posibilidad de una expansión rápida, tanto por la mayor dificultad en los pozos ya existente de mantener el ritmo de explotación, la lentitud en la materialización de las importantes inversiones en el sector y mayores costes debido a las técnicas cada día más costosas de extracción (inyección de agua, arenas bituminosas, etc). A la fecha, tanto los países de la OPEP como los no OPEP estarían extrayendo cerca de su máxima capacidad. Tal situación se repite también en la capacidad mundial de refinación, que se situaría por encima del

80%. Además, empieza a crecer la idea de que se acerca el punto denominado “pico de Hubbert” (agotamiento del petróleo a largo plazo), lo que también refuerza la idea del crudo como un recurso más escaso.

Pero también eventos geopolíticos como las decisiones del cartel de la OPEP o tensiones políticas en Oriente Medio, región que concentra el 70% de las reservas petroleras, tienen su efecto sobre una potencial reducción de la oferta. Otra posible causa para la escalada del precio estos últimos meses, es la acción intencionada de especuladores, hecho que ha llevado incluso al Congreso de EEUU a realizar una investigación específica del asunto. El gráfico 4 hace referencia a las tenencias de posiciones largas y cortas por parte de los traders no comerciales (fundamentalmente hedge fund) en futuros y opciones de crudo negociados en la NYME. Ambas son crecientes y tienden a mantenerse en términos netos en posición larga sobre el petróleo. Sin embargo no se puede asociar exclusivamente a este comportamiento la subida del precio del crudo.

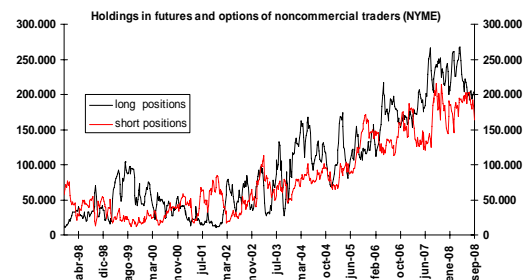


Gráfico 4

La fuerte corrección que está viviendo el precio del crudo desde niveles máximos es un ejemplo más de que son los factores reales los que explican fundamentalmente la evolución de su precio. Se espera que dada la crisis financiera global en la que estamos inmersos, sea inevitable su traslado a un periodo de menor crecimiento mundial, y por ende una contracción de la demanda de petróleo.

Desde sus niveles máximos, el petróleo ha caído un 30% aproximadamente. Sin embargo, aspectos de oferta comentados anteriormente hacen difícil volver a ver un precio de petróleo que pudiera considerarse bajo.

E) Box del Mes

Barclay, Michael; Smith, Clifford. *“The Maturity Structure of Corporate Debt”*. The Journal of Finance Vol. L, No. 2, (June, 1995).

En este artículo los autores intentan contrastar las hipótesis existentes acerca de los determinantes del vencimiento de las deudas adquiridas por una firma.

Las hipótesis más básicas respecto a las deudas corporativas son las siguientes:

a) Hipótesis de los costos de contrato:

La excesiva participación en los beneficios por parte de los tenedores de bonos de la firma genera un retorno por debajo del normal en algunos proyectos rentables a los accionistas, motivo por el cual estos rechazarán proyectos de inversión con VAN positivo, provocando así una inversión que estará por debajo de la óptima. Para solucionar este problema, se propone que las firmas con oportunidades de crecimiento acorten la madurez efectiva de los bonos que emiten. La teoría, asimismo, postula que las firmas cuya administración se encuentre regulada tendrán mayores incentivos a emitir deuda de largo plazo, lo mismo que aquellas de mayor tamaño.

b) La hipótesis de las señales

Las empresas eligen el plazo de sus deudas emitidas para entregar al mercado una señal acerca de su calidad. Ya que las percepciones erróneas de los inversionistas sobre el precio de los bonos generan mayor influencia sobre las deudas de largo plazo, las empresas subvaluadas tenderán a emitir deudas de corto plazo. Las sobrevaluadas, en cambio, cuya calidad es menor, harán lo contrario. Se postula también que los costos de asimetrías de información para empresas con mayores posibilidades de crecimiento harán que estas emitan deuda de corto plazo debido a los mayores costos de información asociados a la emisión de deuda de largo

plazo y, por último, que aquellas firmas con altos o bajos riesgos de refinanciamiento, preferirán emisión de deuda de corto plazo, no así las que se encuentren en un nivel medio.

c) La hipótesis de los impuestos

Según esta hipótesis, la forma de la estructura temporal de las tasas de interés se relaciona directamente con la emisión de deuda de largo plazo. Esto, porque la emisión de deuda de largo plazo se asocia a un menor valor de la carga impositiva esperada para las firmas. Lo contrario ocurre cuando la estructura de plazos tiene pendiente positiva: lo óptimo, en este caso, es la emisión de deuda de corto plazo.

Resultados

En resumen, los autores encuentran:

- i) Que los datos son consistentes con la hipótesis de los costos de contrato, en el sentido de que una reducción del plazo de la deuda ayuda a mejorar el problema de la subinversión.
- ii) Que los datos confirman la hipótesis de la regulación como solución para el problema de subinversión.
- iii) Una estrecha asociación entre el tamaño de la firma y el plazo de la deuda emitida, acorde a otra de las teorías de la hipótesis postulada.
- iv) Poca evidencia con respecto a la emisión de señales por parte de las empresas relacionada con el plazo de la deuda por ellas emitida.
- v) Que las empresas de alto o bien bajo riesgo de refinanciamiento emiten deuda de corto plazo; no así aquellas cuyo riesgo se encuentra entre ambas, lo que confirma una de las teorías de la hipótesis de señales.
- vi) La hipótesis de los impuestos no dice relación con la evidencia empírica proporcionada.