



Informe Bimensual de Coyuntura Financiera

Número 4

Del 12 de Diciembre de 2008 al 10 de Marzo de 2009

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

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

[Diplomado en Gestión Financiera](#)

Director Responsable del Informe: Francisco Castañeda¹

Staff Académico del Informe:

René Fernández Montt	Ulric Rindebro
Carlos Salas	Francisco Ormazabal
Carlos Peralta	Carlos Yévenes
Omar Pérez	Rainer Lenz – University of Applied Sciences Bielefeld - Germany

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



Informe Bimensual de Coyuntura Financiera

A) Señales Monetarias

Los efectos de la crisis continúan propagándose en Estados Unidos. Al aumento del desempleo, que alcanzó a 6,7% en noviembre (su nivel más alto desde 1993), se agrega un discutible programa de rescate de las grandes automotrices norteamericanas. El nuevo presidente electo Obama contempla un plan de inversión pública calculado en 15.000 millones US\$ para ir en ayuda de las 3 principales automotrices norteamericanas, lo que equivale aproximadamente a un 5% del total del reciente rescate financiero.

La situación actual ha llevado a que en el mercado internacional el precio del crudo alcance 40US\$ el barril, lo que ha compensado, en términos del costo de la energía, a los menores precios de los commodities para economías emergentes.

A la sistemática caída en las proyecciones de crecimiento del 2009 para la economía chilena, se debe agregar una creencia generalizada acerca de una caída de la inflación de su nivel actual, que corresponde a un 9% interanual, al rango meta de inflación de entre 2 y 4% definido por el Banco Central

De hecho, durante los meses de noviembre y diciembre, la compensación inflacionaria (medida a través del diferencial de tasas de interés de instrumentos de renta fija en pesos contra los mismos en UF) ha caído bruscamente. Durante la primera semana de diciembre el proxy de inflación, medido a través de la compensación inflacionaria, se ha ubicado en el rango de 2,8% para instrumentos a 5 años, lo cual refuerza la estimación del mercado sobre una caída brusca de la inflación el año 2009. A esto se

debe agregar también la fuerte caída que están experimentando las tasas de los papeles BCP a 2 años, que alcanzan actualmente a 6,7%.

Lo anterior refuerza la percepción de recortes de tasas durante el año 2009, tal como fue señalado en la reciente Reunión de Política Monetaria de diciembre 2008.

Compensación Inflacionaria (%)

	2008e	feb	jun	nov
BCU a 5 años	2,86	2,69	2,9	3,39
BCP a 5 años	6,42	6,36	7,74	6,26
Compensación Inflacionaria	3,56	3,67	4,84	2,87

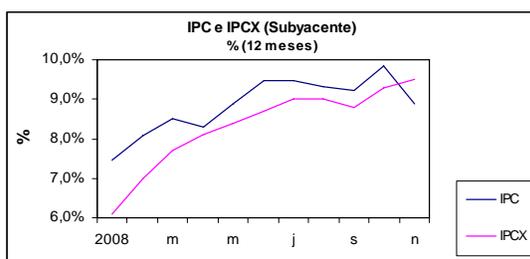
Fuente: Banco Central.

Esta situación abre la posibilidad de una política monetaria no restrictiva en los próximos meses, lo cual ayudaría a estimular el consumo interno y la actividad. Debido a que la medición de inflación subyacente (aquella que está influenciada por factores de demanda más estables y persistentes) se ubica actualmente a niveles del 9,5% en forma anual (a noviembre), se abre la interrogante respecto a la velocidad de reducción de tasas de interés que pueda adoptar el Banco Central durante el año 2009.

Aunque las cifras del tercer trimestre son optimistas (el PIB se expandió un 4,8%, mientras la inversión y el consumo se expandieron al 30% y 5,8% respectivamente), el IMACEC de Octubre de tan sólo 2,7% viene a anticipar la debilidad generalizada que experimentará la economía chilena en los próximos trimestres.

Efectivamente, se han materializado ya reducciones de empleo en la pequeña minería, celulosa, forestal, la industria del salmón, del vino, y se verifica asimismo una caída evidente en la producción industrial y la venta de bienes durables. Si a esto se adiciona la negociación del Gobierno con los trabajadores del sector público, plasmada en un reajuste generalizado del 10% de los salarios para este sector (en un escenario de aumento esperado del desempleo), la política monetaria podría retardar su sesgo expansionista en pos del crecimiento, concentrándose, en el margen, más en la inflación.

También las proyecciones para la cuenta corriente de la balanza de pagos apuntan a un claro descenso, moviéndose de un superávit en cuenta corriente (impulsado por los altos valores que había alcanzado el precio del cobre en el año 2008) a un déficit como consecuencia de la desaceleración de los envíos externos y de una desaceleración gradual del gasto interno.



Respecto a la política fiscal, esta se expandirá un 5,7% el año 2009, de acuerdo a la Ley de Presupuesto de la Nación, muy por sobre el crecimiento del PIB esperado para igual periodo. No obstante, presiones inflacionarias por parte de la absorción fiscal son bajas, dada la brusca caída en el precio de los commodities para el año 2009

El año 2008 terminará con un superávit fiscal cercano al 7% del PIB, reduciéndose bruscamente el año 2009 como consecuencia del menor rendimiento tributario y de la caída abrupta del precio del cobre.

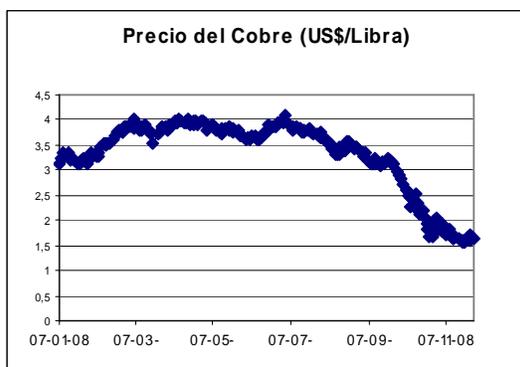
B) Coyuntura Financiera Internacional : Petróleo y Cobre

El actual escenario internacional ha desencadenado una serie de acontecimientos económico-financieros a nivel mundial. Dentro de estos podemos encontrar el referente al precio del petróleo y al precio del principal commodity chileno, el cobre.

El Cobre

En el caso del cobre observamos que en el último tiempo su precio en la Bolsa de Metales de Londres ha descendido continuamente, llegando en el mes de Noviembre a transarse en los US\$ 1,55605 la libra, el precio más bajo desde el 2 de junio de 2005, lo que acumula un retroceso de 11,56% en el mes de noviembre y un 46,3% en lo que va del 2008. Dicha caída en el precio se debe principalmente a la caída de la demanda por el metal y el continuo aumento en el stock de cobre que, hasta la fecha, lleva un acumulado de 94.200 toneladas métricas (TM) (+47,71%).

Se estima que los retornos de las exportaciones de cobre caerán en un 47% durante el 2009, lo que generaría que los volúmenes de envíos del metal rojo bajen desde los cerca de US\$35.000 millones que totalizarían este año, a poco más de US\$18.500 millones que se prevé para el próximo año, según informó COCHILCO.



La compleja situación financiera mundial, que implicará un recorte en la producción industrial en países como Estados Unidos y Japón -principal mercado del cobre-, provocará un superávit de cobre cercano a 459 mil TM, lo que llevaría el precio del metal rojo a la baja.

Todo lo anterior ha llevado a reducir la estimación de precios para 2009, desde los US\$ 3,40 fijados en julio pasado a US\$ 1,60 por libra en el mes de noviembre.

Pese a que el presupuesto fiscal del 2009 se hizo con una proyección del precio mucho mayor que lo proyectado hoy en día para el 2009 (1,99 v/s 1,6), algunos especialistas creen que esto no debería afectar los resultados mineros, puesto que esta diferencia sería compensada con la caída de hasta un 40% en los costos de producción, arrastrados por la baja del precio del petróleo y la energía.

Otro punto a tener en consideración es lo referente al precio de su principal sub-producto, el molibdeno, cuyas exportaciones caerán de US\$3.420 millones a US\$1.250 millones para el 2009, transándose a US\$ 11 la libra, casi un tercio de la cifra histórica de hace unos meses.

El FMI prevé que Chile perderá el liderazgo regional en cuanto a PIB per cápita, siendo superado por Venezuela (que incrementó su ingreso principalmente por el alto precio que ha tenido el petróleo en el 2008). Se cree que el ingreso per cápita chileno caerá cerca de un 6,7%, pasando de US\$10.813 a US\$10.081. Algunos, incluso, prevén que bajará de los US\$10.000, debido principalmente a 3 factores:

- Desaceleración de la actividad durante el 2009.
- Menor precio del cobre para el 2009.
- Apreciación del Dólar.

Para lo anterior, sin embargo, es importante considerar que el común de la gente mide sus ingresos en pesos y no en dólares, razón por la cual lo recién descrito no debería afectarle, aunque sí una mayor inflación.

De todas formas, tener un PIB per cápita menor retrasaría la meta de llegar a los niveles de un país desarrollado en los próximos años y muestra que nuestra economía todavía es muy vulnerable a la evolución internacional.

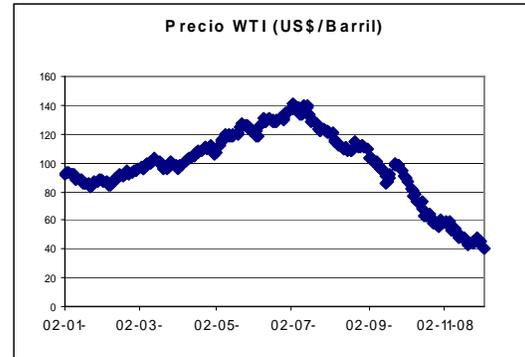
El Petróleo

El Petróleo Intermedio de Texas (WTI), que se cotiza en Nueva York y sirve de referencia para los precios de los combustibles fijados en Chile por la ENAP, se transaba en US\$49,86 en la última semana de noviembre. El barril de crudo no cerraba bajo los US\$50 desde el 24 mayo de 2005. Así, el crudo de Texas es ya 97,41 dólares más barato que el pasado 11 de julio, cuando alcanzó el precio récord de US\$147,27 por barril.

Una de las causantes de esta fuerte disminución de los precios del petróleo es lo referente a las reservas de petróleo. Estas han sido en promedio 3,2% superior a las reservas del año precedente, lo cual, en consecuencia, lleva a disminuir el precio de petróleo.

La Agencia Internacional de la Energía (AIE) volvió a revisar a la baja, por tercer mes consecutivo, sus estimaciones de demanda de petróleo para 2008 y 2009. Se espera que la demanda global de petróleo aumente en 2008 en 120.000 barriles diarios, por debajo los 330.000 barriles que se anunciaron anteriormente, mientras que para 2009 se vaticina un incremento de 350.000 barriles diarios, frente a los 670.000 barriles anteriores.

La AIE espera que la demanda global aumente en 2008 en 120.000 barriles por día, hasta los 86,2 millones de barriles, un dato prácticamente un tercio inferior al aumento de 330.000 barriles diarios que anunció en su anterior previsión.



Asimismo, para 2009 las perspectivas no se ven auspiciosas y la AIE estima que el incremento de la demanda diaria de barriles sea de 350.000, hasta los 86,5 millones de barriles diarios, un aumento que supone reducir a la mitad el incremento de 670.000 barriles que se estimaba en su anterior previsión.

La baja del petróleo se enmarca en una caída generalizada del mercado de materias primas, especialmente el crudo y los metales industriales. Así, mientras algunos sostienen que el fuerte descenso que experimentó el crudo la última semana de noviembre y que llevó al barril WTI a caer por debajo los US\$50 por primera vez en tres años y medio podría revertirse, otros dicen que el bajo valor del crudo se mantendrá por un buen tiempo.

Según los últimos informes elaborados por los departamentos de estudio de cinco bancos de Inglaterra, Estados Unidos, Australia y Alemania, las apuestas para el primer trimestre de 2009 son dispares: el rango va entre US\$ 50 y US\$ 91 el barril. Para el promedio anual, por otra parte, las estimaciones van desde US\$ 57,5 hasta US\$ 100,3.

Si bien todos los reportes afirman que la demanda experimentará una contracción el próximo año, también explican que lo que decida la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) con los recortes de producción ya anunciados -como los 2 millones de barriles diarios de hace un mes- y con posibles nuevas reducciones en los suministros, podrían darle un soporte al valor del crudo.

Si el mercado tiene excesos de inventarios de crudo y si hay un debilitamiento de la demanda, los precios serán empujados indefectiblemente a la baja.

C) Coyuntura Financiera Nacional

BANCA

La banca local ha evidenciado una situación de restricción en cuanto a ofrecer financiamiento en dólares para empresas a plazos superiores a un año. Pese a la inyección de liquidez en dólares a través de swaps, depósitos y repos, esto no ha evitado el alza sistemática del costo de fondo en dólares. Este traspaso ocurre principalmente en los tramos superiores a un año plazo.

La explicación se origina en el hecho que muchas empresas exportadoras están siendo afectadas en sus flujos de caja como resultado del deterioro de los términos de intercambio, ha llevado a la banca a ser más cautelosa, induciendo a menores plazos de financiamiento en dólares en el contexto actual. Asimismo, ha llevado a un análisis del riesgo crediticio más estricto para este sector de la economía, dada su dependencia del dólar.

Modificación de Tasa Máxima Convencional

El Banco Central, para aumentar la bancarización de segmentos con mayor riesgo relativo, ha modificado la tasa máxima convencional. Esta subirá desde 7.11% a un 18,05% para operaciones reajustables en moneda local. Para ello el Banco Central realizó una licitación extraordinaria de PRBC a 90 días, lo que llevó a que la tasa de interés corriente para operaciones en moneda nacional menores a 1 año quedará en 12,03%.

La razón de tal medida radica en que los IPC negativos de los próximos meses estrechan el spread entre las tasas de interés de colocación y captación ya que la tasa máxima convencional impide realizar préstamos a tasas mayores a las fijadas al inicio del mes. No se produce el ajuste en las tasas de interés nominales pero si en las reales, que se mueven al alza para compensar la menor inflación esperada.

Todo esto incentivará a los bancos a asumir un riesgo mayor en el segmento PYME debido a que las inflaciones negativas esperadas a corto plazo estaban restringiendo demasiado el volumen de negocios bancarios

Restricción Crediticia Local

Un crecimiento acelerado del gasto terminará, inevitablemente, afectando a la economía en su totalidad, principalmente cuando los términos de intercambio se deterioran (por ejemplo, ante el actual derrumbe del precio internacional del cobre). El surgimiento, sin embargo, de bancos de nicho, a la vez que una mayor competencia bancaria y una política monetaria con sesgo a la baja en la tasa de instancia (sobre todo en el período previo a la crisis subprime), se había traducido en un excesivo volumen de crédito para las familias.

Es así como en la actualidad la transmisión de la crisis financiera ya se está traspasando al sector real de la economía. Los grupos más vulnerables concentran la mayor parte de su deuda en el corto plazo y no son, por tanto inmunes a shocks sectoriales o macro-financieros.

De ahí que la denominada frase de que "de acuerdo con estándares internacionales, en Chile se puede penetrar aún más el mercado en términos de créditos", debe ser analizada a la luz de la estabilidad que requiere el consumo en el largo plazo.

En la coyuntura actual, la banca local redujo su gasto de provisiones en empresas, mientras las aumentó en el segmento personas, manteniendo un índice de provisiones de 1,64% a octubre, lo cual es consistente con una anticipación de los riesgos crediticios. No obstante, la cartera vencida se ha incrementado en 7% desde principios de año, lo que demuestra el deterioro del ambiente de negocios que ya comienza a exhibir la economía.

De hecho, a octubre, el gasto en provisiones iguala a las utilidades de la banca, debido principalmente al mayor riesgo de las carteras, a la mayor morosidad y a un entorno macroeconómico claramente más restrictivo. También los créditos de consumo bancarios en octubre muestran una severa contracción debido a la disminución del ítem deudores de tarjeta de crédito.

En la misma línea, el gasto en provisiones informado por el retail está creciendo a cifras sobre 10%. Esto ha llevado al retail a ser más exigente en sus procesos crediticios, a reducir inventarios y a negociar precios con sus proveedores, porque un dólar alto los afecta fuertemente en sus márgenes de comercialización.

La historia anterior encaja perfectamente con las proyecciones de expansión de la demanda interna y producción para el próximo año: una nula expansión del consumo y la inversión, adicionado a un magro crecimiento de 1% del PIB.

Las mayores exigencias crediticias minimizan los efectos negativos de pérdidas patrimoniales para los operadores financieros, pero también generan que proyectos de inversión se pospongan, con el consiguiente impacto negativo sobre el empleo. Volver a encontrar un nuevo equilibrio será el gran desafío de los actores financieros.

Riesgo de Crédito

Índice de Provisiones /Colocaciones

	Ene-08	Abr-08	Jul-08	Oct-08
Total	1,53	1,58	1,62	1,68
Empresas	1,22	1,27	1,34	1,38
Personas	2,15	2,18	2,2	2,25
Consumo	4,92	4,97	5,15	5,46
Vivienda	0,51	0,57	0,57	0,56

Coloc Vencidas /Total Colocaciones

	Ene-08	Abr-08	Jul-08	Sep-08
Total	0,83	0,87	0,91	0,91

Fuente: SBIF

AFP

Efectos de la Crisis Internacional en el Sector Pasivo.²

La actual crisis internacional, -que comenzó en Estados Unidos con las hipotecas de mayor riesgo crediticio-, ha llenado noticiarios durante los últimos meses. Sin embargo, quienes no invierten en acciones o sus actividades cotidianas están lejanas a ellas, las primeras etapas de esta crisis sólo las veían por televisión. Sin embargo, eso sólo fue el comienzo de la crisis, puesto que no obstante las múltiples medidas de las autoridades económicas, ha sido imposible impedir que el temido acercamiento a la economía real, donde dentro de otros efectos, el aumento del desempleo puede ser relevante. Así, el motivo de esta columna es describir como la crisis ha influido negativamente en las pensiones de importantes economías de América, donde consideramos los casos de Chile y Argentina en forma especial.

En vista de las sucesivas pérdidas que han tenido los fondos de pensiones, han surgido diversas posiciones respecto a introducir modificaciones al sistema. Así, por ejemplo, en Argentina se decidió y se discute actualmente la estatización de las AFJP.

Por otro lado, la OIT proyecta un aumento importante en el desempleo para el año 2009, este asunto será clave tanto en el detrimento de las cotizaciones de quienes se mantienen en plenitud en el sistema de capitalización individual, como en los recursos públicos destinados para el pago de pensiones sociales.

Mientras tanto, en Chile, -que fue el país pionero en lo que a capitalización individual respecta-, se discute la inclusión de una AFP dependiente de BancoEstado. En los inicios del sistema de reparto individual se buscó principalmente alivianar la carga del Estado³,

² Los autores agradecen a Juan Manuel Salvatierra, docente de Macroeconomía y Finanzas de Empresas de la Facultad de Ciencias económicas de la UNLP

³ Administradoras de Fondos de Pensión en Chile: La Transnacionalización de la Previsión, en Observatorio de la Economía Latinoamericana 55, enero 2006

y secundariamente la seguridad social y la garantía de las pensiones. Sin embargo, casi tres décadas después, el Estado mantiene aún gran parte de los pensionados bajo sus faldas, ya sea porque no se cambiaron al sistema de Administradoras de Fondos de Pensión o porque dependen de pensiones asistenciales o de invalidez. Es innegable el aporte de las inversiones de las AFP en el desarrollo y fortalecimiento de la economía chilena, pero en lo que a pensiones se refiere, estamos en condiciones de señalar que debido a la estacionalidad del trabajo en el país, aún el sistema no ha sido probado a cabalidad, pues sustenta sólo a quienes han sido constantes en el trabajo y además han tenido sueldos por sobre la media nacional, es decir un sistema para sólo unos pocos.

RENTABILIDAD REAL DEL SISTEMA CHILENO PARA CADA FONDO DEFLACTADA POR LA UF⁴

A.F.P.	Del Período		Anual	
	Oct-08	Acumulado Ene 2008-Oct 2008	Últimos 12 meses Nov 2007-Oct 2008	Promedio Anual Período 27 Sep 2002 - Oct 2008
FONDO A	-21,28	-40,98	-45,07	4,12
FONDO B	-14,25	-30,13	-34,18	3,42
FONDO C	-8,00	-18,69	-22,50	3,57
FONDO D	-4,00	-9,63	-12,08	3,57
FONDO E	-0,84	-1,00	-0,88	2,80

Fuente: SAFP, octubre del 2008.

El caso de Argentina es similar, pero es innegable que el ciclo de vida en dicho país fue sumamente acelerado, es decir, el sistema empezó años después que el chileno⁵, implementaron una AFJP dentro del Grupo económico del Banco de la Nación Argentina,- asunto que en Chile actualmente se discute con el BancoEstado,- y posteriormente desecharon el sistema completo, situación muy lejana de ocurrir en

⁴ Variación Nominal deflactada por la Variación de la UF del período. Esta rentabilidad es la que debe ser usada para las comparaciones que se realicen en el mercado financiero

⁵ En Argentina el inicio fue en 1994, contando con el aporte de autoridades y ejecutivos chilenos.

Chile. ¿Es tan malo el sistema como para desecharlo? Probablemente no. Sin embargo, en el país de Kirchner existían condiciones que dificultaban el correcto funcionamiento del sistema, a saber:

- El alto porcentaje invertido en las carteras de Títulos Públicos de la Nación con un porcentaje del 53,94%⁶, de los cuales un gran porcentaje provienen del canje de deuda del 2001. Los distintos gobiernos mantuvieron incentivos e imposiciones para que las AFJP aumentasen su participación en los títulos mencionados. Es importante mencionar que estos instrumentos no requieren de calificación de una clasificadora de riesgo, por el hecho de ser soberanos. A todas luces estos papeles poseían un riesgo muy alto para carteras poco diversificadas.
- La falta de incentivos para que los administradores de carteras de los fondos de pensión se apartasen del rendimiento promedio de las carteras de las AFJP por temor a sanciones y por la falta de mecanismos de inversión que satisfagan las dimensiones de retorno y seguridad. Sin embargo, el número de instrumentos de inversión se ha desarrollado significativamente en los 15 años que duró el sistema. La creación de carteras multifondos que pudieran administrar las AFJP, fue uno de los temas pendientes para que los aportantes tuvieran opciones para gestionar su aversión al riesgo.
- Debido a la coyuntura económica del país, así como a algunas medidas erradas, fue imposible desarrollar el mercado de capitales argentino en forma sustentable. Sin embargo, se debe reconocer que el Mercado de Capitales argentino, se vio muy beneficiado del aporte de las AFJP como grandes jugadores, proveedores de liquidez.
- A su vez, las prestaciones no cubrieron las expectativas generadas sobre la eficiencia que traería el régimen de capitalización individual. Trajo consigo más polarización entre la población económica activa, entre aquellos que tenían un trabajo precario, no continuo o informal; y aquellos de quienes tienen puestos calificados.
- Sin lugar a dudas, los temas más perjudiciales que tiene esta súbita reforma, uno es la avanzada sobre la falta de

seguridad jurídica, que se requiere en todo estado de derecho para su desarrollo. Y el otro punto, es la cantidad de trabajadores de las AFJP que se quedan sin empleo, en una coyuntura nada favorable por la crisis internacional que ya ha desembarcado en la región.

En Chile, el ciclo de vida del Sistema es distinto, pues el Sistema posee mayor madurez y mayor cantidad de años de existencia. De hecho, en la etapa dorada de los fondos de pensión chilenos, se otorgó con excelentes rentabilidades a los aportantes. Otra diferencia notable, es el porcentaje de comisiones que en Chile bordea cifras del 3%, mientras en Argentina supera ampliamente el 20%, pero desde la última reforma estaban limitados sólo al 1% de lo aportado.

Por las razones de mercado anteriormente descritas, así como por la continuidad que se da en Chile a las políticas públicas, es prácticamente imposible que en Chile se realice una modificación similar a la planteada en Argentina, como mal algunos sectores de la prensa han planteado. De hecho, ante los primeros comentarios de ello, hubo desmentidos desde el Presidente de la CUT hasta la Presidenta de la República.

En este contexto, la coyuntura permite que algunos sectores propicien la creación de una AFP estatal en Chile, asunto que es materia de ley. Este proyecto está en marcha y en lo que ha trascendido del proyecto, es importante mencionar que CORFO y el FISCO aportarían el capital. También se ha definido que el único objetivo será la obtención de una adecuada rentabilidad de los recursos, por lo que un eventual uso distinto⁷ será considerado incumplimiento grave.

Adentrándonos en mayor medida en el proyecto de la AFP estatal, la pregunta fundamental que es necesario hacer es ¿Qué soluciones aporta la AFP estatal al sistema?

Es posible especular que aportaría mayor conservadurismo a las inversiones de los fondos, - lo que debiese redundar en menores

⁶ Porcentaje publicado en el Informe estadístico de la SAFJP de noviembre.

⁷ Por ejemplo el uso de los Fondos para apoyar los gastos sociales del Gobierno.

utilidades en períodos de bonanza y mayores en crisis -, y permitir mantener el control de los fondos públicos dedicados al pago de pensiones asistenciales, puesto que el sistema de capitalización individual en sentido puro no es capaz de pensionar a quienes poseen menores niveles de ahorro. Además, las comisiones que se cobran debieran ser menores.

Por otro lado, si la restricción actual impuesta a los bancos para operar en el sistema de AFPs es sólo un mecanismo regulatorio formal ya que los inversionistas pueden ingresar al negocio por medio de adquirir propiedad de las AFPs y los bancos más importantes de la plaza participan o han participado, ¿Por qué motivo BancoEstado debiera estar excluido de ello? ¿Es probable que los Bancos restantes aleguen discriminación ante el Tribunal Constitucional si ello ocurriera?

La implementación de una AFP dependiente del BECH debiese utilizar en las provisiones una figura similar a la que cumple FONASA en el sistema de salud, es decir dar cabida y entregar un servicio con estándares de calidad a quienes por razones de mercado quedan fuera del sistema formal.

El sistema de reparto individual sólo atendía a un sector de la población, los de mayores ingresos y con empleo estable, debido entre otros factores a la exigencia de 240 cotizaciones mínimas para obtener la pensión mínima, situación que en Chile se proyectaba en estudio de CENDA -en base a información entregada por el INP - inferior al 60% de los chilenos en 12 años plazo. Sin embargo, la Reforma Previsional soluciona en parte dicha problemática, aunque con fondos estatales. Además, si consideramos experiencias europeas, la experiencia apunta a que sus déficit proyectados al mediano plazo en función del aumento de la edad de la población, son parte de un sistema que durante todo el tiempo intenta cuadrarse financieramente y para ello requiere ajustes constantes.

Así, el Estado de bienestar puede ser considerado por algunos sectores como un héroe, debido a su capacidad de generar cohesión social y contribuir a la equidad, mientras que otros lo ven como un villano

responsable de la pérdida de competitividad o de los desequilibrios financieros producto de la enorme cantidad de recursos dedicada.

D) Entrevista Internacional

Interview to Rainer Lenz ⁸, Professor at University of Applied Sciences Bielefeld, Germany

What is the main problem with the current government bailout programs?

The government bailout programs for the commercial banks have socialized the losses and deficits of private sector banks. As these banks are prevented to go bankrupt, the high deficits are only transferred to the state sector of the economy. But the deficits are still in the economic system. This would not have been the case if the banks were allowed to go bankrupt. As the state governments in Europe, the US and Japan are running high budget deficits and high accumulated state deficits, they now have to refinance an even higher amount of debt. Additionally, national governments have decided to finance weak companies by huge economic stimulus packages and this will accelerate their funding problem.

What will be the financial impact on governments?

If they get no funding, states have to pay more and more interest to potential bond buyers. Therefore the yield curve in the bond market will steepen dramatically. At the short end of the curve central banks are cutting rates to historical lows, and at the long end governments have to pay high interest rates to find somebody to buy their government bonds. Interest rates in the 5 to 10-year range could go up to 6-8%. Government bonds still have the best credit quality.

What about the impact on corporates?

Corporates have to pay a credit premium for higher credit risk to get long-term bank loans or issue long maturing corporate bonds. Therefore corporates will pay at the end 8% to 10% for their funding. If a

corporate pays such a high rate on the liability side, then on the asset side they could only make investments with an even higher return. In other words, most of today's investments make no sense because they are no longer profitable. This will deepen the recession.

The original target of the states was to bail out banks, so the banks could continue to provide loans to corporates. But they will miss that target because corporate refinancing will become extremely expensive.

What is the solution, or maybe the question should be, is there a solution?

The only way out is to get rid of the original private bank debt - losses/deficits - which is now socialized state debt. The solution is a currency reform: Introduction of a new currency for Dollar, Yen, and Euro. Instead of the current Dollar you would introduce a new Dollar, instead of the current Euro, you would launch a new Euro, and so on. Bank accounts higher than 50.000 Euros would be worth only half in the new Euro currency. The asset side would be exchanged 2:1 from the current to the new currency and the liability side would be exchanged 4: 1.

By this asymmetric devaluation in assets and liabilities you get rid of the socialized debt. So the wealthy people in society will have to pay for the original bank losses. We do not know for sure but these people probably obtained the highest profits from the real estate bubble, either as real estate brokers, share holders, etc.

⁸ Rainer Lenz holds a Phd in Economics at University of Karlsruhe, Germany. He is professor of International Finance at FH Bielefeld.

E) Box del Mes

Taylor, John. “Discretion versus policy rules in practice”. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. Volume 39. (1993).

La forma tradicional de modelar las políticas macroeconómicas, tanto en los libros de texto como en muchos modelos macroeconómicos, es a través del modelo keynesiano, conocido como modelo IS-LM. En este modelo, el equilibrio del mercado de bienes (IS) y el de activos financieros (LM) determina la demanda agregada de la economía, la que, a su vez, determina la producción real en el corto plazo y el nivel de precios en el largo plazo. En este modelo se asume implícitamente que la política monetaria se realiza vía agregados monetarios, es decir, que la autoridad monetaria tiene como instrumento básico de política, la cantidad de dinero y no la tasa de interés. Hoy en día, sin embargo, casi la totalidad de los bancos centrales realiza la política monetaria utilizando como principal instrumento la tasa de interés.

Una forma muy simple y eficaz de representar el comportamiento de los bancos centrales fue descrita en un artículo escrito por John Taylor en 1993. Aquí, el autor describe el funcionamiento de la política monetaria mediante una simple regla que relaciona la tasa de interés nominal a la inflación y al PIB real. En su forma general, esta regla se puede escribir de la siguiente forma:

$$i = \bar{r} + \bar{\pi} + a(\pi - \bar{\pi}) + b(y - y^*)$$

$$a > 0, b > 0$$

Donde i es la tasa de interés de política monetaria, \bar{r} es la tasa de interés real de largo plazo, $\bar{\pi}$ es la inflación objetivo, π es la tasa inflación efectiva, y es el producto real e y^* es el producto real de tendencia. Esta regla indica que la tasa de política monetaria aumenta (disminuye) si la inflación aumenta (disminuye) por sobre la inflación objetivo o si el PIB real está por sobre (debajo) el PIB real de largo plazo. Si la inflación está en su nivel objetivo y el PIB real

está en su nivel de largo plazo, la tasa de interés nominal estará también en su equilibrio de largo plazo. La idea detrás de esta simple regla es el incremento de la tasa de interés nominal y, en consecuencia, real, para restringir la demanda agregada y llevar la inflación a su nivel objetivo cuando alguno de estas dos variables macroeconómicas se encuentra sobre su nivel objetivo, en el caso de la inflación, o de largo plazo, para el caso del PIB real.

La tasa de interés puede afectar la demanda agregada a través de distintos canales: canal de las tasas de interés (un aumento de la tasa de interés aumenta el costo de capital, lo que reduce la inversión y el consumo de bienes durables), el canal del tipo de cambio (un aumento de la tasa de interés hace más atractivos los papeles nacionales provocando una apreciación de nuestra moneda lo que, a su vez, debilita la demanda agregada. Además, esta apreciación hace disminuir los costos para las empresas que importan insumos de producción lo que hace disminuir la inflación). El canal del precio de activos (un aumento de la tasa de interés provoca que los bonos se hagan más atractivos en relación a otros activos como las acciones, provocando una disminución en su precio, lo que a su vez reduce el valor de mercado de las empresas y una menor riqueza para quienes las poseen, disminuyendo de este modo también la demanda agregada). El canal del crédito (al aumentar la tasa de interés se encarece el crédito y por tanto disminuye la demanda de fondos. Este aumento, además, puede aumentar el riesgo de recuperación de cartera por lo que también se reduce la oferta de crédito. La menor disponibilidad de fondos genera una menor inversión y un efecto negativo sobre la demanda agregada).