



Centro de Finanzas FAE – USACH

Informe de Coyuntura Financiera N°6

Del 20 de Agosto 2009 al 30 de Noviembre 2009

Este es un informe elaborado principalmente por el Staff Académico y por Alumnos del Magíster en Economía Financiera (MEF), pertenecientes a la Facultad de Administración y Economía, de la Universidad de Santiago de Chile. También participan colaboradores locales, así como ponencias de Alemania y Francia.

Director Responsable del Informe: Francisco Castañeda¹

¹ Dudas, críticas, sugerencias y/o comentarios, enviarlos a Francisco Castañeda, o directamente al autor de cada sección.

Informe de Coyuntura Financiera N° 6

Centro de Finanzas

FAE – USACH

- A) Análisis de la Coyuntura Nacional: Francisco Castañeda

- B) Coyuntura Financiera Internacional:
 - Caso Francia: Paul Ferreira
 - Caso Alemania: Lars Ainsley

- C) Industria Bancaria:
 - Análisis de la Industria Bancaria: Francisco Ormazábal
 - The Global ATM Market: Ulric Rindebro

- D) Mercado de Capitales:
 - A Menor Riesgo, Mayor Rentabilidad: David Niculcar y Franco Conteras
 - Racionalidad de los Cotizantes en el Sistema de AFP: René Fernández Montt

- E) Sector Real
 - Mercado Laboral: José Aránguiz y Domingo Claps
 - Una Propuesta para la Eficiencia del Gasto Fiscal: Carlos Peralta

- F) Box del Informe:
 - Efectos de los anuncios de fusiones - adquisiciones en el precio de las acciones:
Caso Banco Santander Chile - Banco de Santiago y Falabella - DS: Ricardo Curin y Francisco Arrieta



Informe de Coyuntura Financiera

A) Análisis de la Coyuntura Nacional *

Las señales para el segundo semestre son más auspiciosas. Pese a que el II trimestre cerrará con una caída del PIB de 4,0%, el último IMACEC de Junio arroja un crecimiento de 0.8% respecto al mes anterior. Con todo, se esperan registros de producción menos negativos en lo que resta del año.

También las noticias sobre el desempleo arrojan algunas señales de pausa en la actual crisis internacional. Es así como el desempleo medido tanto por la Universidad de Chile para el Gran Santiago (en Junio alcanzó al 11,9%), así como por el Instituto Nacional de Estadísticas a nivel nacional (10,7% en el trimestre abril-junio), reflejan que el límite más bajo de esta crisis ha ocurrido y que debería existir una moderación de las crecientes tasas de desempleo, las que habían venido subiendo significativamente en los meses previos. También a nivel nacional, la fuerza de trabajo comenzó a expandirse en 12 meses a un ritmo menos acelerado (1,5% en abril-junio) que los trimestres previos, lo que ha contribuido a que la tasa de desempleo no se expanda en consistencia con los peores pronósticos.

Finalmente este año terminará con una caída del 1,0% del PIB aproximadamente, y las proyecciones apuntan a un crecimiento positivo del 3,0% - 3,5% para el año 2010. Esta recuperación vendrá principalmente por una mayor inversión en minería y energía, y en menor medida por la variable consumo interno. Esta última debería expandirse en torno a un 3,0% el año 2010.

Las condiciones de expansividad de la política monetaria y de la política fiscal siguen presentes. Es así que el Banco Central continúa con una tasa de interés del 0,5% nominal como tasa de política monetaria, la que ha sido complementada con medidas adicionales para no crear condiciones alcistas de tasas en el mercado financiero.

Estas medidas adoptadas en Julio pasado develan un alto interés de la autoridad monetaria por retomar tasas de interés adecuadas para la recuperación económica:

- Establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente.
- Ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año. Esta reducción en la oferta de bonos, permitiría reducir la tasa de costo de fondo al sistema bancario.
- Suspender por el 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360). Esta medida busca complementar la emisión de bonos por el Fisco por 1.000 millones de dólares (BTU-10, BTU-20 y BTU-30) para financiar el actual déficit fiscal.

Aunque en el neto los bonos fiscales son cuasi-sustitutos en términos del riesgo, la medida del Banco Central de reducir la oferta de sus papeles busca generar una caída en la tasa de interés de estos papeles y así contribuir a la reactivación de la economía.

La discusión se ha centrado en si la banca es capaz de traspasar estas rebajas de tasas de interés a personas y empresas en forma efectiva. Sin embargo, es necesario destacar que la prima por riesgo de crédito aplicada por la banca permanece aún alta, y no es consistente con las señales de recuperación de la economía. También conviene diferenciar la discusión entre “tasas cortas y tasas largas”. Mientras las tasas largas superiores a 5 años (validas para la inversión inmobiliaria y de largo plazo) son el resultado de las expectativas de cómo va a estar la economía en el mediano plazo, las medidas recientes de la autoridad monetaria son consistentes con la reducción significativa de su oferta de papeles a 5 y 10 años, y así aminorar esta presión alcista de las tasas largas. Aún sin embargo, dichas tasas de largo plazo están en un nivel relativamente alto, dado el costo de fondo actual de la economía. Esto es reforzado por un cambio en el portfolio de los inversionistas los que luego del “flight to quality” de fines del año pasado producto de la crisis subprime, están volviendo a instrumentos de renta variable.

También la sequía crediticia internacional ha acelerado la emisión de bonos en el mercado doméstico, produciéndose un record de emisiones corporativas este año. Parte del alza de las tasas largas obedecen al fenómeno inverso (“flight to risk again”), producto de la recomposición del portfolio de los inversionistas, y cuyos efectos negativos sobre las tasas largas son los que la autoridad monetaria ha tratado de aminorar con las recientes medidas complementarias a la mantención de la tasa de instancia en un 0,5%.

También en el segmento de las denominadas tasas cortas, la posición de la banca es crítica debido a la fuerte caída de la tasa de política monetaria del Banco Central, y esto no se condice con los niveles de precios del

dinero para personas y empresas pequeñas y medianas. Si bien es cierto que han aumentado las provisiones fuertemente por parte de la banca, y al mismo tiempo existe una nueva normativa que limita los cobros de comisiones por parte de la banca a sus clientes (“reencauzándola” hacia su negocio tradicional de generación de caja), esto ha generado un acomodo de las tasas de interés para compensar sus metas de rentabilidad.

Dichas tasas sin embargo deberían ya reflejar la mejor percepción de riesgo de crédito en la economía. También la competencia en la industria bancaria es más fuerte en algunos segmentos que en otros. Y esto depende del riesgo de crédito plasmado en colaterales, garantías, historial crediticio, confianza, sector industrial específico, etc. El riesgo de crédito para clientes personas y empresas de dudosa calificación crediticia, hará imposible una rebaja sustantiva en las tasas de interés para todos los grupos de manera pareja.

En cuanto a la inflación, las proyecciones son pesimistas, ubicándose en el rango de -0,7% para el 2009. Esta proyección esta en línea con la debilidad de la demanda interna y el consumo para el presente año. En 12 meses a Julio aún la inflación está en 0,3%, aunque en este mes puntual (Julio) se redujo en 0,4%, siendo el quinto mes de inflación negativa en el presente año. En consistencia con un escenario de inflación negativa para el presente año, subyace la debilidad de la demanda interna, la que se refleja en el negativo comportamiento que ha exhibido el consumo privado y la inversión en el primer semestre del año 2009.

Respecto a la posición fiscal, esta debería ser mejor que el peor escenario proyectado tres meses atrás. El relativo alto precio del cobre alcanzado en el presente año, pronostica una moderación del déficit fiscal efectivo en base caja. El primer semestre del 2009 este alcanzó un déficit efectivo del 2,6% del PIB. La aplicación de la política fiscal contracíclica (más recursos para las familias vulnerables, más inversión pública y facilidades para contratación de mano de obra por empresas privadas) así como la

caída en los ingresos del fisco, explican el déficit fiscal. También esta crisis abre la posibilidad de modificar la forma de cálculo de la regla fiscal estructural de modo de ajustarla en el ciclo. Así, el actual déficit estructural del 0,4% del PIB (por un fuerte incremento del gasto fiscal) será explicado en períodos de crisis profundas, mientras se subirá su ratio a un rango de 0,5% del PIB en períodos de expansión. Así la economía tendrá las flexibilidades necesarias que requiere el impulso fiscal. La regla fiscal estructural asociada a un número fijo, genera rigideces excesivas a la economía.

En el plano de la balanza comercial, en el período enero-julio 2009 se acumuló un superávit de US\$ 5.991 millones, un 42% menos que en igual lapso del 2008. Las exportaciones sumaron US\$ 4.656 millones en el séptimo mes de 2009, una caída de un 28,5% frente a julio del 2008. Se proyecta nuevamente un déficit en cuenta corriente para el presente año (en el 2008 fue ya un déficit de 2,0% del PIB). Sin embargo, la moderación en la proyección del déficit para el 2009 se basa en un comportamiento del precio del cobre superior al esperado, y

por una caída significativa de las importaciones (debido a la negativa expansión de la demanda interna).

También el financiamiento del déficit fiscal a través de la venta de divisas en el mercado local, provoca en el margen algunos problemas al sector transable de la economía en términos de apreciación cambiaria. Si bien la inflación cero y negativa provoca presiones al alza del tipo de cambio real, esto no se ha traducido en un incremento de las exportaciones (y por consiguiente el empleo en ese sector), aunque la magnitud de la crisis internacional es la principal causante.

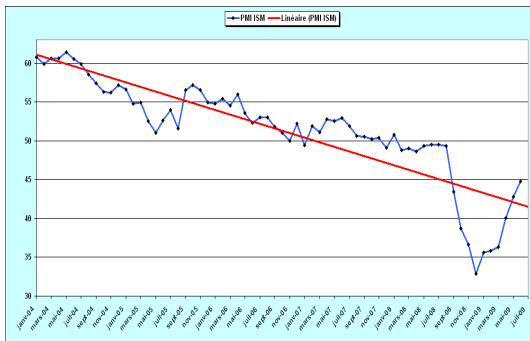
La nula posibilidad de presiones inflacionarias en el corto y mediano plazo debería hacer repensar a la autoridad en un esquema parcial de compra de dólares por parte del Banco Central de las divisas que el Fisco liquida periódicamente en el mercado doméstico. Dicho esquema debería ser de magnitud moderada, para no debilitar las recientes medidas del Banco Central (facilidades de liquidez crediticia, así como la suspensión y menor oferta de papeles del Banco Central).

* Francisco Castañeda
Centro de Finanzas –
Facultad de Administración y Economía
Universidad de Santiago de Chile
Email: francisco.castaneda@usach.cl

B) Coyuntura Financiera Internacional

Francia *

En el mes de julio aparecieron en la zona Euro por primera vez señales positivas desde el inicio de la crisis financiera. Por ejemplo, el índice PMI (Índice de Producción Manufacturera), publicado por el instituto Markit², con un quinto mes de alza, alcanza su nivel más alto desde diez meses (46,8% - el nivel del 50% separa la contracción de la expansión de la actividad). Eso significa que la producción manufacturera sigue reduciéndose, pero no tan fuertemente como unos meses antes.

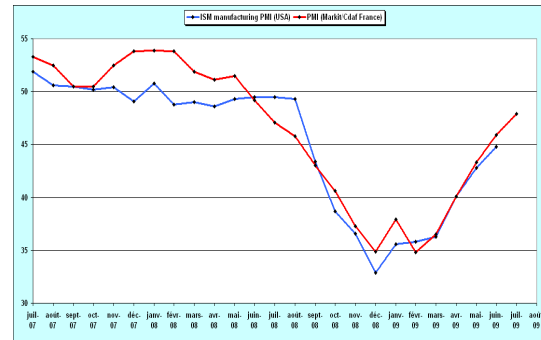


Fuente: <http://www.jpchevallier.com/10-index.html>

Aunque el liderazgo de esta tímida mejora parezca principalmente asumido por Alemania (con los límites mencionados en este informe), Francia conoció también señales alentadoras. Al nivel de la producción manufacturera, su índice PMI subió en julio hasta el 48,1%³ (45,9% en junio). Una curva muy parecida a la de los EEUU.

² Markit es un instituto británico especializado en la divulgación de índices económicos y financieros.

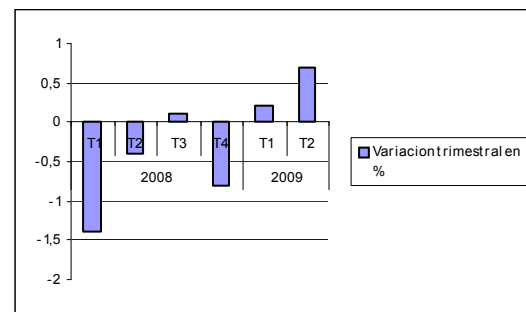
³ <http://www.daily-bourse.fr/zone-euro-l-indice-pmiremonte-a-463-en-juillet-FeedAOF200908031042381.php>



Fuente: <http://www.jpchevallier.com/10-index.html>

En la misma tendencia, el nivel de consumo de los hogares franceses siguió subiendo el segundo trimestre de 2009: +0,7% por el semestre (el alza más importante desde fines de 2007) y +1,4% en junio.

Consumo de los hogares franceses de productos manufactureros



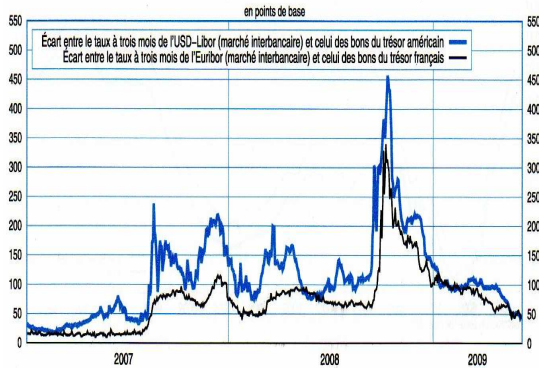
Fuente: Insee

La bolsa refleja también esta tregua : +9% en julio y un CAC40⁴ que supera por fin el tope de 3300 puntos con mas de 3450 puntos a principios de agosto (un índice que se acercaba de los 6000 puntos a fines de 2007 y de los 2500 puntos en marzo de 2009).

De la misma manera, la diferencia entre la tasa de interés a 3 meses en los mercados monetarios y la tasa de los préstamos públicos se ha reducido tanto en los EEUU (USD-Libor) como en la zona Euro (Euribor): eso significa que las tensiones registradas en los mercados interbancarios y financieros disminuyen.

⁴ El CAC40 es el principal índice bursátil francés, referencia para el Euronext Paris. Es una medida ponderada según la capitalización de los valores más significativos de entre los 100 mayores empresas negociadas en la bolsa de París.

La tensión en los mercados interbancarios disminuye



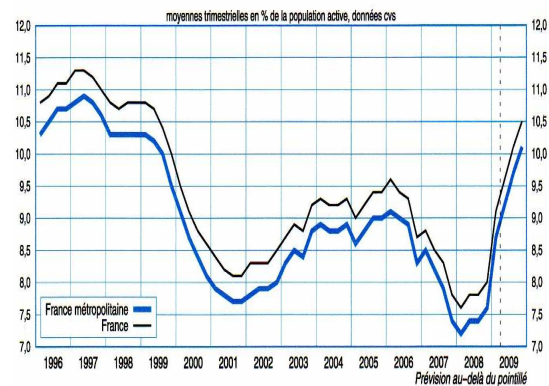
- Diferencia entre la tasa del USD-Libor (mercado interbancario) y la de los bonos del tesoro norteamericano
- Diferencia entre la tasa del Euribor (mercado interbancario) y la de los bonos del tesoro francés

Fuente: Banco de Francia

Pero, las dificultades siguen siendo muy fuertes y las tendencias de fondo bastante negativas. La sobrealza de la producción manufacturera puede ser vinculado directamente con los importantes planes de salvataje de las economías europeas decididas a nivel supra-nacional (pero sobre todo nacional) con el concurso del Banco Central Europeo. Además, el consumo sigue siendo sostenido por un sistema social muy fuerte en el país. Un nivel de consumo que no refleja el alto nivel de desempleo: 9,1% de la población activa por el primer trimestre del año 2009 (17,9% en España). Al recobrase un equilibrio en el presupuesto público en

Europa y otras partes, las señales positivas podrían desvanecerse en el corto plazo.

Tasa de desempleo en Francia



Fuente: Insee.

Los bancos también decepcionaron: solo BNP PARIBAS parece recobrar su nivel de ganancias pasado (1,5 mil millones de euros por trimestre) mientras grupos como SOCIETE GENERALE o también NATIXIS presentan resultados negativos. Después de los resultados presentados a fines de 2008, mucho mejores que para otros países de la zona Euro, el mundo financiero se pregunta si algunos bancos franceses eligieron o no traspasar todas las pérdidas en un solo ejercicio. El tema añade tensión en el mercado de los préstamos.

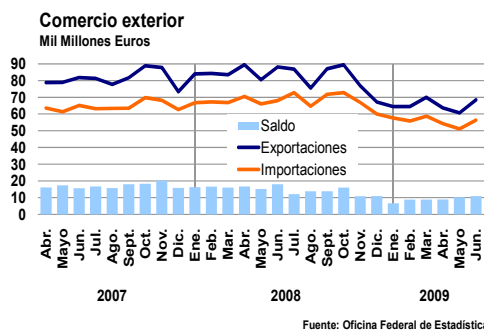
* Paul Ferreira
Universidad de Rouen, Francia
Email: paulferreira.phd@gmail.com

Alemania *

Alemania es conocida por sus grandes empresas como Siemens, Mercedes-Benz o Bosch que tienen sucursales en todo el mundo empleando a miles de personas. Sin embargo sus fundadores comenzaron con ellas como un pequeño negocio el cual con el transcurso del tiempo se fue desarrollando. Así fueron pequeñas y medianas empresas (PYMES) o más bien parte del "Mittelstand", como se denomina el segmento de las pymes en Alemania. Según el Instituto de Investigación sobre las Pequeñas y Medianas Empresas (Institut für Mittelstandsforschung, abreviado IfM) una compañía es parte de dicho segmento cuando tiene una facturación anual inferior a 50 millones de euros y coloca menos de 500 empleados. Los datos del IfM muestran la importancia del "Mittelstand" en la estructura de la economía alemana: Basado en la definición mencionada alrededor del 99.7% de las empresas alemanas pertenecen al segmento de las pymes. Además en torno al 70% todos los trabajadores están colocados por una empresa pequeña o mediana.

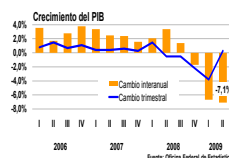
La fortaleza de las pymes es la flexibilidad con que ponen en el mercado productos vendibles, su alto grado de especialización y sobre todo su orientación internacional. Productos de alta calidad las dejan penetrar en nuevos mercados atractivos como China o India y les permite beneficiarse del crecimiento de los mercados emergentes. En base de los cálculos del Instituto Alemán de Estadísticas, el 97,8% de las empresas exportadoras son pymes. Por el crecimiento global de los años pasados, Alemania logró su posición a la cabeza de los países exportadores. No obstante al éxito del pasado que creó miles de puestos de trabajo, aumentó la dependencia de los mercados del mundo. Alemania ha sido uno de los países en la actualidad más afectados con la crisis económica mundial.

Gráfico N° 1



Durante los primeros cinco meses de este año, el país registró una reducción de sus exportaciones de un 23% (enero - mayo). Afortunadamente los últimos datos de junio indican una fase de recuperación (ver Gráfico 1). Sin embargo la caída de las exportaciones contribuyó en la contracción económica más grande en Alemania desde la Segunda Guerra Mundial. Después que Alemania entró en recesión en el tercer trimestre del 2008 el país logró salir de la ralentización económica en el segundo trimestre de 2009 (ver Gráfico 2). Esa recuperación entra en vigor más rápida de lo esperado por los expertos.

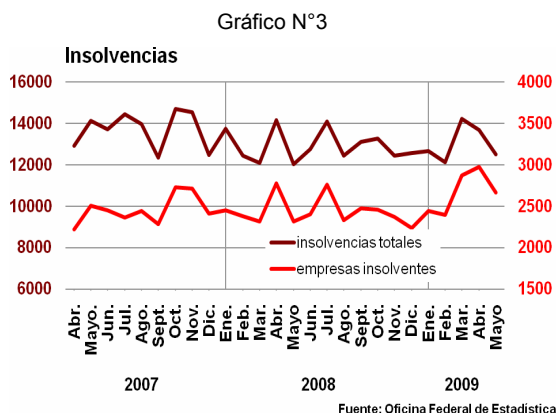
Gráfico N° 2



Todavía el gobierno federal y la mayoría de los institutos económicos esperan una reducción del PIB de 6% anual en 2009.

La baja de la demanda exterior dejó muchas pymes luchando para sobrevivir. La cifra de las declaraciones de insolvencia en el sector empresarial logró acercarse a las tres mil en el mes de abril. Solamente en los primeros

cuatro meses de este año la estadística muestra un incremento de 22 por ciento en las declaraciones. Pero la Oficina Federal de Estadística también se registra que las cifras de insolvencias no presentan una tendencia al aumento (ver Gráfico 3).



Junto con el descenso de pedidos recibidos en el primer semestre de 2009, la situación financiera de la mayoría de las PYME empeoró considerablemente y así también la credibilidad. Por consecuencia el sector bancario ajustó las condiciones para la concesión de créditos.

Según el actual “Bank Lending Survey” de julio 2009 – el cual está ejecutado trimestralmente por el Banco Central Europea - denominan el aumento del riesgo coyuntural como la razón principal de una concesión de créditos más restrictiva. Eso implica que los institutos de crédito piden a las empresas más seguridades, garantías y tasas de interés más altas. Sin embargo la encuesta muestra que los bancos agravaron sus estándares de crédito levemente en el segundo trimestre.

Adicionalmente, la gran mayoría de los bancos en Alemania – no sólo privados sino también estatales – sufren fuertemente de la reducción de su capital propio y de los problemas en el mercado de crédito, debido a la crisis financiera. El gobierno federal ha tenido que rescatar algunas entidades con miles de millones de Euros para evitar el colapso del sistema bancario alemán.

Al mismo tiempo las instituciones regulatorias intensificaron sus controles de

desempeño basados en la pauta europea “Basilea II” por los bancos. Dicha directiva incluye exigencias mínimas de recursos propios del 8% en función de los riesgos asumidos, principalmente en los créditos. Esos factores mencionados contribuyeron al incremento de reticencia de los bancos a concederse préstamos.

De hecho, los resultados de las encuestas entre las PYME sobre la situación financiera confirman que las empresas sienten las restricciones. Además las estadísticas del Banco Central Europeo develan que el volumen de préstamos empresariales bajó 35 mil millones Euros (-0.7%) en la euro-zona en junio. Esto significa el descenso más grave desde la última estadística del 2003. Por otro lado el informe del Banco Central Alemán indica que al menos en los primeros 3 meses del año, la suma de créditos en el sector bancario a empresas interanual, incrementó un 6.9%. No obstante los datos muestran también que las grandes entidades redujeron su volumen considerablemente (-6.6%). Al mismo tiempo los otros bancos aumentaron su compromiso.

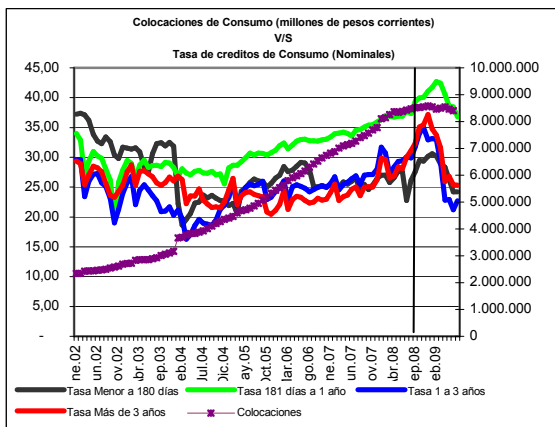
A pesar de declaraciones de algunas organizaciones, donde señalan que las PYME alemanes se encuentran en una crisis de liquidez a causa de la avaricia del sector bancario, las estadísticas actuales no avalan esa afirmación. También cabe señalar que expertos de la Confederación de la Industria Alemana y del Banco de Crédito para la Reconstrucción (KfW) esperan que la situación financiera para pequeñas y medianas empresas siga empeorando a lo largo del año y que el sector entrará en una crisis de liquidez. Especialmente préstamos a mediano y largo plazo escasearán. Si los últimos datos positivos del mercado exportador se confirman en los meses venideros, las PYME tendrían que aumentar sus inversiones. Entonces es necesario que las empresas aseguren su financiación futura ahora para evitar un caso de insolvencia.

* Lars Ainsley
Alumno Magíster Economía Internacional
Universidad de Goettingen, Alemania
Email: lars2009@gmx.net

C) Industria Bancaria *

Colocaciones de Consumo:

Se puede observar que los créditos de consumo, se han mantenido constante durante la etapa de la crisis disminuyendo solo un 1.25% desde septiembre pasado a junio del presente año. Con respecto a las tasas de interés cobradas por estos créditos de consumo podemos decir que la tasa de interés más alta es la de los créditos de consumo de 181 días a un año -tasa de mediano plazo. Esta tasa encuentra su máximo en febrero del 2009 llegando a niveles nunca antes observados. Luego de este máximo se evidencian continuas bajas en su nivel incluido julio.



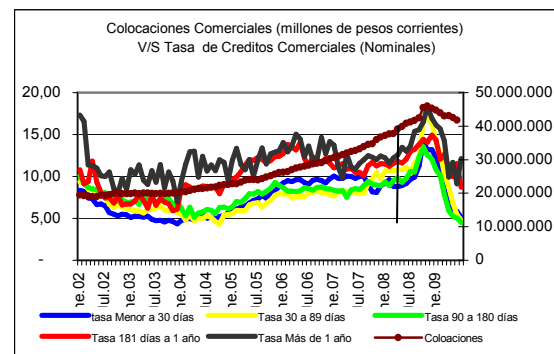
Las tasas de más corto plazo, es decir, menor a 180 días logran su máximo en enero del 2009, nivel similar al observado en julio del 2003 (30,6%). Luego de lo cual se observan bajas sostenidas en su nivel disminuyendo 640 puntos base desde enero a julio.

La tasa de interés de 1 a 3 años evidencian al igual que el resto continuas bajas, (debido a las fuertes bajas propuestas por el Banco Central mediante su Tasa de Política Monetaria) pero en el mes de julio se revierte la tendencia incrementándose en 150 puntos base en un mes.

Colocaciones Comerciales:

Las colocaciones comerciales evidencian su máximo en el mes de noviembre del año pasado, luego de lo cual disminuyen un 9% en tal solo 7 meses, efecto nunca antes visto en las colocaciones comerciales.

Con respecto a las tasas de las colocaciones comerciales, tenemos que estas presentaron sus mayores niveles a fines del año pasado, a partir de lo cual se produjeron continuos descensos acordes con los recortes de la TPM del Banco Central.



Tres de las cinco tasas comerciales (las de más corto plazo) evidencian solo disminuciones en sus niveles, bajando en promedio 750 puntos porcentuales en lo que va del año (muy similar a lo evidenciado por la TPM). Con respecto a las dos tasas restantes, las de más largo plazo, estas presentan comportamientos menos tendenciales, es decir, algunos meses suben y otros bajan, cruzándose en algunos periodos entre ellos.

Colocaciones Hipotecarias.

Las colocaciones hipotecarias se han mantenido más o menos constantes en el periodo de crisis (disminuyendo solo un 1%), lo cual obviamente no es lo normal en términos tendenciales. Este efecto pudo ser peor, si es que no hubieran existido los ofertones inmobiliarios de este año, en el Con respecto a las tasa de este tipo de créditos, tenemos que esta alcanza su máximo en enero del 2009 luego de cual evidencia bajas y alzas durante el periodo, llegando en julio a 4.62%.

Correlaciones

Al hacer un análisis de correlación entre la tasa de interés de las colocaciones y la Tasa de Política Monetaria, podemos, observar que durante la crisis el grado de correlación aumento fuertemente en 8 de las 10 tasas analizadas

Las tasas de consumo evidenciaron un fuerte aumento en la correlación en las tasa de corto y largo plazo, las cuales pasaron de un 17 y 30% a un 78 y 95% respectivamente.

cual se facilitó el acceso a este tipo de créditos, dando la posibilidad de acceder a este tipo de crédito a personas que en condiciones normales no hubieran podido acceder a estos créditos

Erreur ! Des objets ne peuvent pas être créés à partir des codes de champs de mise en forme.

Las tasas comerciales que antes de la crisis evidenciaban fuerte correlación con la TPM, vieron aumentada dicha correlación, (excepto la de 30 a 89 días que disminuyo en 1%) durante la etapa de crisis llegando a estar correlacionada en un 100% con la tasa de política monetaria.

Las tasas de créditos hipotecarios pasaron de tener una correlación de 31% a una de 81%. Este fuerte aumento de correlación se debe a que la TPM ha descendido fuertemente durante año disminuyendo cerca de 700 puntos base, lo cual reduce en gran medida el costo de fondeo de los bancos.

* Francisco Ormazábal
 Email: ormazabal.francisco@gmail.com

		Consumo				Comerciales					Vivienda
		Tasa Menor a 180 días	Tasa 181 días a 1 año	Tasa 1 a 3 años	Tasa Más de 3 años	tasa Menor a 30 días	Tasa 30 a 89 días	Tasa 90 a 180 días	Tasa 181 días a 1 año	Tasa Más de 1 año	Tasa Más de 3 años
	Pre-crisis	17%	89%	83%	30%	89%	96%	94%	69%	56%	31%
TPM	Crisis	78%	47%	96%	95%	98%	95%	99%	91%	92%	81%

The Global ATM Market *

The global ATM market has seen very strong growth during many years and the future growth potential also look very bright.

The number of ATMs grew more in 2007 than ever before, according to a report from United Kingdom-based research and consulting firm Retail Banking Research (RBR).

The installed base increased by 130,000 units in 2007 to 1.78 million ATMs worldwide. The previous record was seen in the year 2000 when 119,000 new machines were installed.

RBR forecasts that by 2013 the global market will have more than 2.5 million ATMs.

The Automated Teller Machine (ATM) made its debut in the 1960s and today many people across the globe could hardly imagine modern life without the 24/7 access to cash that the ATM provides.

ATMs and cash are strongly related as approximately 70% of all ATM transactions globally are cash withdrawals, according to industry association ATMIA.

For many years numerous market observers were predicting that checks, debit and credit cards, POS terminals, Internet banking and

most recently mobile banking, would make cash redundant. However, in many parts of the world the exact opposite has happen: People in both developing and developed countries are increasingly using cash, especially for low-value transactions, despite strong efforts by financial institutions and authorities to create the “cashless society”.

There are also reports saying that today’s global financial crisis has prompted many people to use cash more than before as they feel it gives them better control over their household budgets – compared to credit cards for example. Security is also something that is making people increasingly concernid

about using plastic cards and Internet banking – and making them favor cash instead.

ATM GROWTH TRENDS

The current and future growth trend in the global ATM market is that emerging markets are driving growth of new machines, while replacements are the dominating feature in developed countries.

The number of new ATMs is growing strongly in countries like China, India and Russia due to improved economic conditions, a growing middle class, greater bank penetration and large-scale investments in new bank technology by financial institutions.

The Asia-Pacific region saw a net increase of 50,000 ATMs in 2007 and China alone made up 40% of that increase, according to RBR.

ATM markets in North America and Western Europe are becoming - or are already - mature and instead of installing new machines financial institutions are replacing older ones with new ATMs, which often come with more advanced functionality.

Already in North America, around 90% of ATMs that enter the market are used for replacements and RBR forecasts this proportion to rise to 99% by 2013. The global ATM industry is a highly concentrated market where the five largest markets represented 52% of the installed base at the end of 2007.

1) USA	405,000	(22.8%)
2) Japan	181,712	(10.2%)
3) China	130,000	(7.3%)
4) Brazil	122,250	(6.9%)
5) South Korea	90,428	(5.1%)

The USA is by far the largest ATM market in the world but in terms of geographical regions, Asia-Pacific held the number one spot at end-2007 with 32% of the global installed base.

1)	Asia-Pacific	32%
2)	North America	26%
3)	Western Europe	20%

- | | | |
|----|--------------------------|-----|
| 4) | Latin America | 11% |
| 5) | Eastern & Central Europe | 7% |
| 6) | Middle East & Africa | 4% |

Eastern & Central Europe and the Middle East & Africa are today the fastest-growing ATM regions and RBR estimates that Eastern & Central Europe will overtake Latin America as the world's fourth largest ATM region by 2013.

LOCATIONS AND USAGE IN LATIN AMERICA

The overall ATM location trend in Latin America is that financial institutions are increasingly deploying their ATMs outside the bank branch, at so called off-premise sites. These include malls, department stores, cinemas, airports, drugstores, subway stations, etc. The strategic driver behind this trend is to deliver easy access to cash in places where many people do their shopping or where many people circulate (like airports and subway stations).

In some countries – like Chile – off-premise ATMs can become attractive revenue-generators because the banks owning these machines receive a fee from other banks when their clients use those ATMs.

Banks have for many years seen the ATM as a good way to clear crowded bank branches and reduce costs. Today however, the ATM's strategic importance is growing because it is increasingly used as a commercial channel where banks can run advertising campaigns for new products and promotions – and offer pre-approved loans and other financial products to clients.

The next ATM trend in several Latin American countries will be a more widespread use of ATM deposits in real-time and without the need for an envelope. There will also be more bill payments taking place at multi-functional ATMs and other type of self-service machines.

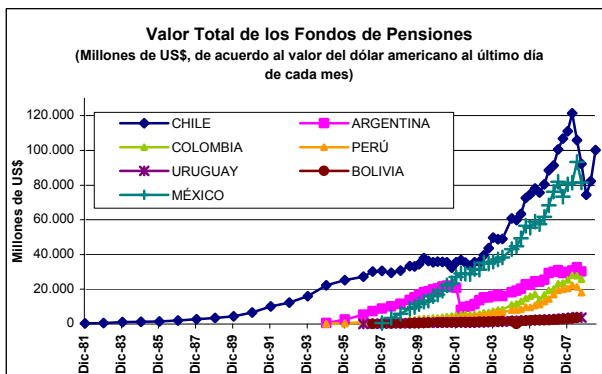
* [Ulric Rindebro](#)
[Financial Services Editor](#)
[at Business News Americas](#)
[Email: ulriclars@gmail.com](mailto:ulriclars@gmail.com)

D) Mercado de Capitales

Sistema de Pensiones Chileno: “A Menor Riesgo Mayor Rentabilidad” *

El 28 de Febrero del 2008 los fondos de pensiones chilenos administrados por las AFP alcanzaron su valor máximo de cuota histórica de 121.336 millones de dólares. Este peak no se ha vuelto repetir, ya que, desde ese día los fondos de pensiones, especialmente los más riesgosos, han venido experimentando fuertes vaivenes diarios en su rentabilidad debido a la crisis económica mundial.

Aunque para muchos inversionistas Julio fue un mes positivo, debido al repunte de los mercados, los chilenos siguen esperando que sus fondos recuperen las pérdidas alcanzadas durante todo el 2008. Al 31 de julio de 2009 la variación anual de los fondos fue negativa (-1,2%), equivalente a una disminución en US\$ 1.256 millones. Según tipo de fondo, los más riesgosos (A y B) son los que más disminuyeron con respecto al mismo periodo del año anterior 13,6% y 9,3% respectivamente.

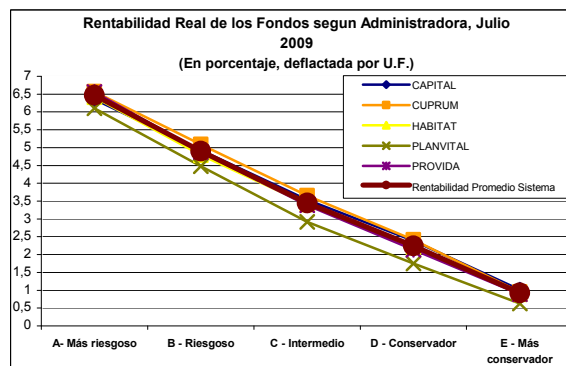


Rentabilidad de los Fondos de Pensiones⁵.

Si tomamos como periodo de referencia el mes de Julio de 2009 la rentabilidad promedio obtenida por los fondos aumenta a medida que aumenta su nivel de riesgo (medido como la volatilidad de los retornos), esta dinámica no se registraba hace varios meses, ya que, era habitual que los fondos

⁵ En base a informe mensual de la Superintendencia de Pensiones. www.spensiones.cl

más riesgosos presentaran rentabilidades promedio negativas o por debajo de los fondos menos riesgosos. El desempeño según AFP⁶ en el periodo de análisis es muy dispar y depende del tipo de fondo que evaluemos. Por ejemplo, para el caso del fondo “Más riesgoso (A)” solo AFP Provida y Cuprum presentaron retornos por encima del rendimiento promedio, y en el caso del fondo “Riesgoso (B)” fue AFP Cuprum y Capital las que lideraron los retornos, aunque en menor medida esta última, ya que, estuvo marginalmente por sobre el promedio. Para el resto de los fondos (C, D y E) se repite la dinámica de liderazgo, ya que, solo AFP Cuprum y Capital rindieron por encima del promedio de mercado.



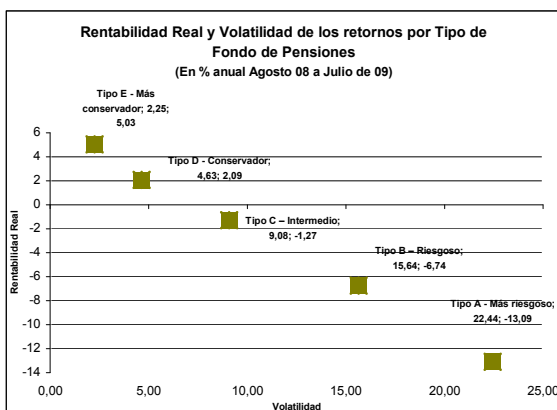
Si ampliamos el periodo de análisis, entre Agosto de 2008 y Julio de 2009, se observa un comportamiento muy distinto al que se describió anteriormente, ya que la rentabilidad de los fondos disminuye a medida que aumenta el riesgo. Para los fondos A, B, y C la rentabilidad en los últimos 12 meses ha sido negativa, alcanzando en este periodo pérdidas de hasta 13,09% para el caso de los fondos más riesgosos.

En este mismo sentido se observa que la volatilidad⁷ de los retornos en los últimos doce meses, para los distintos tipos de fondos, fue disminuyendo a medida que los

⁶ Cuando se da inicio en 1981 al sistema de pensiones actual, el número de administradoras de fondos de pensiones, llegaba a 12, lo cual, se incrementa paulatinamente llegando a tener en diciembre de 1994 casi el doble (21 administradoras). En la actualidad solo existen 5 administradoras, lo que refleja un sistema extremadamente concentrado.

⁷ La volatilidad de los retornos corresponde a la desviación estándar de los retornos diarios reales comprendidos en el período de la medición. En el cálculo se consideran todos los días del periodo.

fondos de pensiones presentan menores porcentajes de inversión en renta variable.



Crisis Mundial y AFP Estatal.

La crisis mundial se desató hace dos años atrás, a mediados de julio del 2007 y desde ese momento la evolución de las bolsas de los países desarrollados, y en consecuencia, las de todo el mundo presentan caídas que rondaron el 40%. En su punto más bajo el 9 de marzo de 2009 habían perdido un 55%. Esto eventualmente derrumba la idea de que los mercados accionarios en el largo plazo tienen estabilidad suficiente para reportar elevadas rentabilidades.

Según datos entregados diariamente por la Superintendencia de pensiones, las pérdidas superan los 10 billones de pesos del 25 de julio del 2007 y hasta marzo del 2009 superaban los 15 billones de pesos, esto expresado en dólares son casi US\$ 20.000 millones en pérdidas. Según un documento elaborado para OIT⁸ por la CUT – CENDA señala que desde el inicio de la crisis la mayoría de los afiliados a las AFP han perdido entre un tercio y casi la mitad de sus fondos, mientras que cerca del 40% de las personas prontas a jubilar han llegado a perder entre más de un cuarto y casi la mitad de sus fondos.

La crisis también ha afectado a las principales empresas de seguros, las que han perdido parte importante de su valor accionario, entre ellas, la caída de AIG en un

98,7% de su valor accionario (Seguros Interamericana en Chile), la pérdida de un 79,1% en el precio de las acciones de ING (AFP ING Capital y ING Seguros de Vida en Chile) y de un 60,4% para Metlife (Metlife Chile Seguros de vida), acarreado serios problemas de insolvencia que sin duda ponen en duda la garantía de las pensiones vitalicias.

Como solución a estas debilidades del sistema Chileno de capitalización individual, distintas voces del ámbito académico y político han propuesto la creación de una AFP estatal, o bien que el Estado pueda ofrecer la alternativa de pensiones vitalicias, y por último construir un nuevo sistema previsional público basado en el sistema de reparto.

Algunos ejemplos latinoamericanos de estas propuestas son México y Uruguay, los cuales, poseen AFPs Estatales que concentran cerca de la mitad de los afiliados de cada país, y aunque han sufrido con el desplome de las bolsas, rebajan sus comisiones en algunos casos hasta la mitad, al contrario de lo que ocurre en las AFP privadas que mantienen sus cobros abusivos en comisiones.

Conclusiones.

El aumento de la volatilidad de los mercados financieros ha mermado los fondos acumulados, perjudicando sobre todo a quienes están a punto de jubilarse, ya que han perdido parte de sus ahorros en un momento crítico. La solución a este problema no es clara, por un lado el sistema actual parece imponer cobros abusivos, pero un sistema estatal parece distorsionar la competencia en el mercado ya que con sus recursos el Estado podría poner comisiones por debajo de los cotos. Lo anterior hace pensar que el camino a una solución definitiva es aún bastante largo.

* Franco Contreras
Alumno Magíster en Economía Financiera
USACH
Email: franco.contreras1@gmail.com

* David Niculcar
Alumno Magíster en Economía Financiera
USACH
Email: david.niculcar.c@gmail.com

⁸ La OIT en la 98ª Conferencia internacional ha señalado que el sistema previsional chileno “No toma en consideración los principios de la solidaridad, riesgos compartidos y financiamiento colectivo que forman la esencia de la seguridad social”

Racionalidad de los Cotizantes en el Sistema de AFP *

Cuando promediando el 2007 se iniciaba la crisis de las hipotecas subprime, en Chile representantes de algunos sectores anunciaban que la crisis se instalaría en el país. La incredulidad, la lentitud de reacción o también algunas falencias del sistema previsional, pues jamás se había observado su comportamiento en el contexto de una crisis de esta magnitud, generaron pérdidas millonarias a gran parte de los chilenos que tenían sus ahorros previsionales en los fondos de mayor riesgo.

En un año, el fondo A perdió un 46,95% de lo acumulado, -mismo fondo que había obtenido cifras cercanas al 10% durante el 2007- con graves consecuencias para las personas, tales como deber postergar la edad planificada para la jubilación o quizás asumir obtener una pensión muy inferior a lo que se proyectaba con anterioridad a la crisis.

Asumamos como dato que la mayor parte de los cotizantes se despreocupa de este tema y sólo cuando escuchan los noticieros anunciando grandes pérdidas o pocos años antes de pensionarse, se enteran que podrían haber hecho algo. Ahora bien, no obstante las medidas regulatorias que puedan tomarse, o la reiterativa argumentación de que son inversiones de largo plazo, existe una alternativa de solución en el tratamiento privado de los multifondos.

Una manera sugerida por diversos sectores, para evitar las pérdidas millonarias fue traspasar todo el saldo previsional al Fondo E. Es así como, incluso diversas asociaciones sindicales recomendaban volver al Fondo E. Estamos de acuerdo que estas asociaciones claramente no son los mejores asesores financieros en un contexto de normalidad, aunque lo que se observará del análisis de las cifras a continuación, indicará cuan racionales han sido los cotizantes. El comportamiento esperable, determinado en un contexto de información perfecta que claramente entrega únicamente el paso del tiempo desde que han ocurrido los hechos, era:

Fondo A: en los meses de febrero, abril, mayo y diciembre del 2008: acumulando un 13,97%.

Fondo E: en los meses restantes, donde se pierde el 0,93%, aunque la gran ventaja consiste en dejar de perder el 60,92% en los mismos meses estando en el Fondo A.

Por tanto, trasladar los saldos al Fondo E y permanecer en él no es la mejor opción en lo que a retorno se refiere. Aunque claro, en gran parte de los meses del 2008 era lo más recomendable.

No obstante que este comentario se haya generado a mitad de la crisis, podemos considerar que dicha medida aún era recomendable, pues el impacto siempre fue menospreciado y los meses realmente críticos en lo que a rentabilidades se refiere fueron septiembre y octubre del 2008, cuando el sistema en el Fondo A presentó pérdidas por 33,06%.

Sin embargo, tanto si usted llegó al Fondo E al inicio de la crisis como si lo hizo meses después debido a la sugerencia de algún sindicato o conocido, quizás debió haberse cuestionado en los primeros meses de este año la presencia en dicho multifondo. ¿Por qué?

Desde diciembre del 2008 el Fondo A del sistema ha rentado un 22,29%. Previamente, el Fondo E obtuvo rentabilidades muy altas, de hecho acumulaba un 6,67% en el primer cuatrimestre del 2009. ¿Ha habido una inflexión?

Todo indica que se ha iniciado la recuperación de la Bolsa Local y por consecuencia la de los Fondos de mayor riesgo y la desaceleración de la renta fija. Un dato decisor es que las dos situaciones necesarias para que la renta fija (estructura de más del 95% en el Fondo E) aumente ya han ocurrido y ellas son:

- a) Descensos en tasa de Política Monetaria del Banco Central.
- b) Aumento en los bonos corporativos que mantienen las administradoras.

Con respecto a estos puntos, es necesario señalar que debido a que la tasa posee poco margen de operabilidad para futuros descensos, en el segundo semestre, al haber inflación positiva, la renta fija debiera perder atractivo.

Así, luego del período de sucesivas caídas en las bolsas mundiales y debido a los fuertes estímulos de política fiscal y monetaria en gran parte de los países, se han observado signos de recuperación en las bolsas, donde por ejemplo la principal bolsa del mundo logró en junio su mayor revalorización mensual desde octubre de 2002.

Debido a ello, entendiendo que existen importantes asimetrías de información entre los cotizantes en su decisión de modificar el multifondo en el que mantienen sus saldos previsionales, analizaremos a continuación gráficamente la relación entre cantidad de cotizantes por cada fondo versus la rentabilidad del sistema en cada uno de ellos.

0,9% de los cotizantes que se encontraban en el Fondo E en enero del 2008 se pasó a un Peak de 3,71% en abril del 2009.

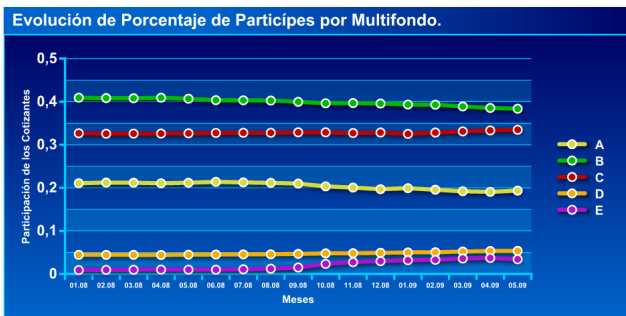
Por otro lado, es posible apreciar algo de desconfianza en el Fondo A, pues a pesar de las altas rentabilidades obtenidas en los primeros meses del 2009, de todas maneras el porcentaje de cotizantes aún no ha vuelto a los niveles del año 2007.

Así, debido a que la evidencia empírica de períodos de recuperación económica demuestra que los valores de las acciones repuntan algunos trimestres antes que la recuperación económica, (algo más de tres trimestres en promedio), la recuperación comenzaría con el 2010.

No obstante ello, es incierto mantenerse en los Fondos de mayor riesgo o en acciones, debido a que existen dos posiciones contrapuestas entre los analistas de mercado.

Los primeros señalan que debido al excesivo aumento que han tenido las acciones locales en las últimas semanas, es probable que estas sufran un ajuste, es decir un fuerte descenso, tal y como sucedió durante la crisis asiática. El segundo grupo señala que los precios históricos de las acciones aún no han sido alcanzados y por tanto, existe un margen para que los valores continúen aumentando.

Como se ha visto, el comportamiento del año 2008 es absolutamente contradictorio con el del 2007, donde hubo años de bonanza. Por ello se hace imprescindible un monitoreo constante del comportamiento de los fondos, de lo contrario cuando algunos digan "...es recomendable volver a la renta fija...", probablemente el ciudadano común haya perdido una parte importante de su futura pensión.



Así, es posible concluir que los cotizantes han actuado racionalmente en un porcentaje muy pequeño, pues en términos netos se mantuvo la cantidad de los cotizantes en los respectivos multifondos, con un aumento progresivo del porcentaje que se encuentra en el Fondo de menor riesgo. Así, desde el

* René Fernández Montt
Email: rene.ingenieria@gmail.com

E) Sector Real

Mercado Laboral*

Análisis de la Relación Empleo/Actividad en el Sector Industrial. Dinámicas de Corto y Largo Plazo.⁹

Introducción.

De las hipótesis existentes para explicar la velocidad de recuperación del empleo se distinguen dos grupos; el primero son las que señalan que es suficiente con el crecimiento para disminuir el desempleo, mientras que en un segundo grupo se señala lo contrario. Del primer grupo se destaca el “corte de grasa”, en donde el escenario es que una empresa antes de una crisis podría estar operando con exceso dotación laboral y posterior a ésta vea incrementada su productividad con lo que obtendría una ganancia de eficiencia permanente. Un segundo caso similar al anterior se produce a raíz de irreversibilidades como costo de búsqueda e inducción que producirían divergencias temporales entre la actividad económica y el empleo. Para el caso en que el crecimiento no sería suficiente para ajustar el empleo destaca la sustitución de factores, en donde las razones tecnológicas provocarían un debilitamiento en la relación actividad empleo.

Este estudio se concentra en validar, para el sector industrial, alguna de las hipótesis señaladas, a través del análisis de las dinámicas de corto y largo plazo de la relación entre el empleo asalariado y la producción en dicho sector, evaluando a su vez posibles quiebres estructurales en dichas dinámicas.

Evidencia Empírica Disponible.

Existe diversa literatura que aborda la demanda por trabajo en Chile. En esta sección se hace una breve revisión de los trabajos más recientes en esta materia, considerando la implementación de análisis de cointegración, dado que de otra forma la relación de las variables podría ser espúrea.

Un primer trabajo a señalar corresponde al de Martínez, Morales y Valdés (2001), en el cual se analizan diversas hipótesis acerca de la reacción del empleo respecto a la actividad económica y con especial énfasis en investigar cambios estructurales en la demanda por trabajo en Chile. La metodología utilizada corresponde a estimación de modelos de corrección del error, de los cuales se puede inferir una disminución de la elasticidad empleo-producto, la cual atribuyen a la evolución de los precios relativos de los distintos insumos. Además encuentran evidencia de un quiebre estructural en la demanda por trabajo a fines del año 2000.

En el trabajo de Flores y Morandé (2004), se investigan los determinantes del empleo en los sectores Comercio, Construcción e Industria manufacturera. A través de estimaciones de las demandas de empleo, bajo ausencia de cointegración, se encuentra evidencia de que no existe relación estable de largo plazo entre el empleo asalariado privado en los sectores considerados. Además infieren que incrementos del salario mínimo por sobre el promedio, en industria manufacturera y construcción, inducen a una reducción de demanda por trabajo asalariado, lo que redundaría en que la utilización de salario mínimo como medida de política pública sería ineficaz e ineficiente para mejorar el bienestar de los trabajadores.

Saens, Lobos y Rivera (2008), en un contexto de cointegración realizan la estimación de la demanda de trabajo en el sector agrícola en Chile. Al hacer el contraste con las series a nivel agregado obtienen que el empleo agrícola en el largo plazo resulta ser menos sensible a cambios en el producto, pero más sensible a cambios en salarios.

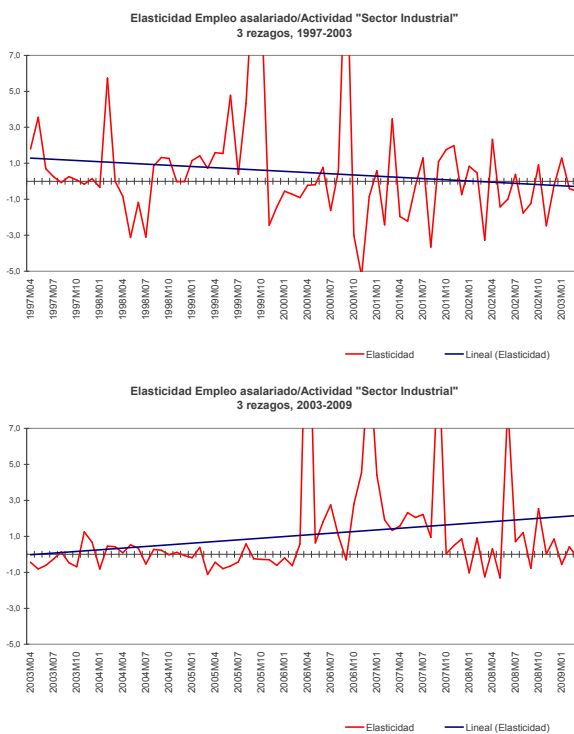
Hechos Estilizados.

La elasticidad Empleo-Producto es una de las relaciones de causalidad económica más recurridas para el análisis del ciclo y la coyuntura. De ésta, se han encontrado distintos coeficientes en los últimos años para la economía chilena. A continuación, se presentan estimaciones puntuales y de corto

⁹ Las opiniones son personales y no representan necesariamente la opinión del Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

plazo para el mismo recurriendo a las series de asalariados del sector industrial¹⁰ y al Índice de Producción Física de la Industria Manufacturera¹¹ (IPVF) que publica el Instituto Nacional de Estadísticas (INE)¹², las cuales abarcan el periodo comprendido entre enero de 1996 y marzo de 2009 en frecuencia mensual.

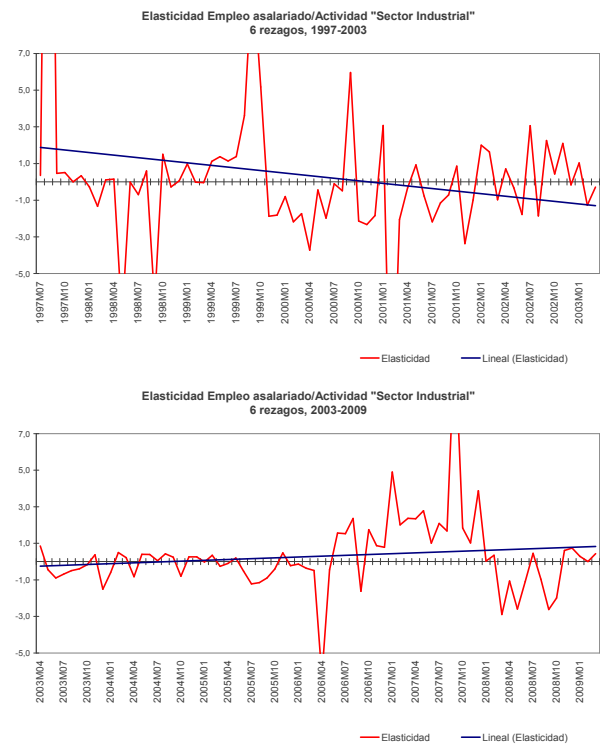
A partir del cociente entre las variaciones porcentuales en doce meses de ambos indicadores (asalariados/producción), con diversos rezagos, se obtuvieron un set de gráficos de la elasticidad empleo-producto, de los cuales se observó un cambio en la tendencia de ésta a partir del año 2003. A raíz de esto, la muestra se divide en dos periodos con separación en marzo de 2003 y de esto se representa a continuación los gráficos de mayor incidencia en este estudio:



Este primer set de gráficos corresponde a las elasticidades calculadas para los dos periodos con 3 rezagos de la actividad sobre el empleo. Destaca la clara diferencia en las tendencias observadas en cada periodo, lo

que en principio llevaría a validar a priori el aparente quiebre estructural.

El segundo set de gráficos muestra las elasticidades calculadas para los dos periodos, usando en este caso 6 rezagos de la actividad sobre el empleo. Al observar las gráficas nuevamente se manifiestan las diferencias que muestran las tendencias de cada periodo. Lo anterior, más el hecho que la situación se repite al obtener la elasticidad empleo-producto con 1, 2, 4 y 5 rezagos, induciría en definitiva a validar con más fuerza el aparente quiebre estructural.



Estimación de la Dinámica de Largo Plazo.

Para desarrollar la hipótesis planteada en la sección anterior, en esta sección se desarrolla una aplicación práctica al caso chileno del conocido trabajo de Engle y Granger (1987) en un contexto de procesos estacionarios en las series de empleo y actividad en el sector de estudio, abordando el procedimiento de estimación en dos etapas.

En una primera etapa y a partir de la metodología utilizada, se obtiene la condición de estacionariedad en primeras diferencias en cada una de las series para cada

¹⁰ En adelante se le llamará asal_ind

¹¹ En adelante se le llamará prod_ind

¹² Series desestacionalizadas. X-12 ARIMA.

periodo¹³, lo que permite establecer la estimación de modelos de largo plazo mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Posteriormente se analizan las propiedades estocásticas de los errores de los modelos, a través de las distintas pruebas estadísticas disponibles, encontrándose evidencia de ausencia de violación en los supuestos básicos de los modelos de regresión lineal. Cabe señalar que en el análisis de consistencia paramétrica fue necesaria la inclusión de variables dummy, producto del resultado de las pruebas de quiebre estructural¹⁴ realizadas.

CUADRO 1: ELASTICIDADES ESTIMADAS (variable dependiente: logaritmo del nivel de asalariados del sector industrial)			
	1996:07	2003:05	2003:09
	6 Rezagos		6 Rezagos
logprod_ind	0,21 (2,00)		0,31 (2,84)
Constante	-5,57 (11,64)		4,98 (9,90)
R ² -Ajustado	0,77		0,68
Observaciones	81		67
Error Estándar	0,033		0,030
Dickey-Fuller Residuos	7,5		3,6
Test t entre paréntesis			
Fuente: Elaboración propia con datos del INE			

El análisis de los resultados obtenidos se hace basado en la estimación con 6 rezagos. Destaca la divergencia de las elasticidades empleo-producto estimadas para el sector entre los periodos especificados, ya que se observa una diferencia en la sensibilidad de los ocupados respecto a la actividad entre periodos, lo que en definitiva llevaría a corroborar un cierto eventual quiebre estructural en la dinámica laboral del sector industrial dado que es esperable que los signos de los coeficientes sean positivos en ambos casos, pero se diferencian las sensibilidades.

Por otra parte, es importante señalar que existe conciencia de la necesidad de enriquecimiento del modelo con mayor estructura teórica, pero a pesar de esto se considera apropiado este primer resultado considerando que las series utilizadas cointegran y representan por tanto una relación estable en el largo plazo.

Estimación de la Dinámica de Corto Plazo.

¹³ Se utiliza la prueba de Dickey Fuller aumentado, bajo el criterio de Hannan-Quinn.

¹⁴ Se utiliza Test de Residuos recursivos, Cusum y Cusum Square.

Considerando la estacionariedad en nivel de los errores estimados en las relaciones de largo plazo obtenidas anteriormente y que las series son estacionarias en primeras diferencias en ambos casos, se procedió a estimar mediante MCO las ecuaciones de corrección del error de cada modelo, los que tras aprobar las pruebas estadísticas correspondientes permiten obtener los resultados que se entregan en el cuadro 2.

Al observar los resultados destaca que ambos términos de corrección de error, correspondientes a los periodos de análisis, aparecen como significativos en sus ecuaciones respectivas, además que dichos coeficientes de ajuste son negativos y menor a la unidad¹⁵. Para el primer y segundo periodo su valor es de -0,81 y -0,68 respectivamente, lo que implica que aproximadamente un 81% y 68% respectivamente del desequilibrio entre el valor efectivo de la serie de asalariados del sector industrial y el valor de equilibrio en función del índice de producción física, se disipa en un mes, o en su defecto, en aproximadamente 1,2 y 1,5 meses respectivamente el proceso se completa convergiendo a un equilibrio de largo plazo.

CUADRO 2: MODELO DE CORRECCIÓN DE ERROR (variable dependiente: Primera diferencia del logaritmo del nivel de asalariados sector industrial)		
	1996:08	2003:10
	2003:05	2009:03
	6 Rezagos	
dlogprod_ind	0,20 (2,50)	0,39 (2,76)
TCE*	-0,81 (-6,25)	-0,68 (-5,54)
Observaciones	80	66
Error Estándar	0,034	0,029
Test t entre paréntesis		
*TCE: Término de corrección del error		
Fuente: Elaboración propia con datos del INE		

Respecto a los coeficientes correspondientes a la primera diferencia de la producción industrial, significativos en ambos casos, permiten deducir que la evolución de la tasa de crecimiento del empleo asalariado respecto a la producción en el sector es prácticamente el doble para el segundo periodo, siendo esto consistente además con lo observado en las elasticidades de largo plazo.

Conclusiones.

¹⁵ Condición necesaria para la estabilidad del modelo.

Según los resultados obtenidos, existe evidencia empírica robusta y consistente con la teoría económica para afirmar que el empleo asalariado del sector industrial se ha vuelto más sensible al crecimiento de la actividad en dicho sector. Destaca también que la evolución en la tasa de crecimiento del empleo asalariado respecto a la actividad es dos veces mayor en el segundo periodo de estudio, aunque la convergencia al equilibrio de largo plazo es menor en el primer tramo. Lo anterior podría entonces representar un cambio en la estructura de la dinámica laboral en el sector industrial.

En definitiva, el crecimiento de la actividad económica en industria manufacturera, sí tendría un impacto significativo sobre el empleo asalariado del sector, lo cual conduce a pensar que más allá de las, no menores, medidas coyunturales tomadas acerca del empleo, se debieran planificar medidas de carácter estructural que conduzcan a generar valor agregado en el sector las cuales impliquen crecimiento de la actividad y con esto mejoras sistemáticas sobre el nivel de empleo.

Referencias.

INE (2009). "Encuesta Nacional de Empleo Series Empalmadas Censo 2002" Instituto Nacional de Estadísticas. Santiago de Chile.

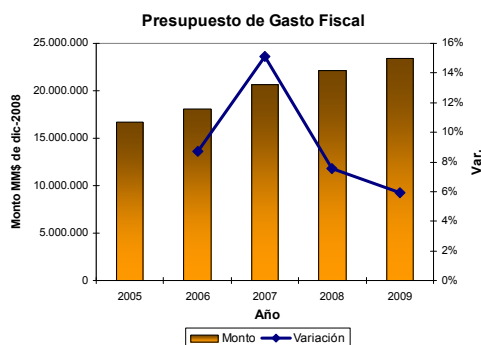
INE (2008). "Encuesta Nacional Industrial Anual" Instituto Nacional de Estadísticas. Santiago de Chile.

* José Aránguiz
Analista Departamento de Estudios
Laborales - INE
Email: jose.aranguiz@ine.cl

* Domingo Claps
Economista Departamento de Estudios
Laborales – INE
Email: domingo.claps@ine.cl

Una Propuesta para la Eficiencia del Gasto Fiscal *

En términos reales, el presupuesto de gasto del Fisco, de acuerdo a la Ley de Presupuestos de cada año, ha mostrado un permanente incremento, consistente con la tendencia creciente que mostró el precio del cobre durante los últimos años. Sin embargo, se ha generado un importante ahorro Fiscal que ha servido como colchón para soportar los embates de la actual crisis en la actividad económica y el empleo que esta viviendo el país. En la opinión del consenso del mercado, la política fiscal ha sido importante para ayudar a mermar la desaceleración de la economía y potenciar su recuperación.



Importantes han sido los aumentos que han tenido el gasto social y la inversión pública. Pero más allá del solo hecho de ejecutar un presupuesto de gasto, es importante que exista eficiencia en el uso de los recursos para garantizar que la política fiscal sea plenamente efectiva. De esta premisa, se desprenden dos puntos: (1) Debería existir un mecanismo de evaluación del gasto social, de los programas y de los proyectos de inversión; y (2) Debe reconocerse que el uso de los recursos tiene un costo alternativo.

En lo referente al primer punto, el Estado ha hecho un esfuerzo formal desde el establecimiento de un Sistema Nacional de Inversiones, cuyo propósito es garantizar que las iniciativas de inversión y de los programas del Estado sean socialmente rentables, a través de un conjunto de normas y procedimientos que enmarcan el proceso que culmina en la evaluación social de los proyectos o programas (incluso la ejecución de estudios destinados a mejorar la inversión).

Respecto a lo segundo, el propio sistema nacional de inversiones reconoce este hecho al considerar anualmente una “tasa social de descuento” que debe reflejar el costo de emplear los recursos obtenidos por el Fisco.

No esta demás decir, que si bien cualquier sistema bien estructurado de evaluación ex ante de gasto en inversión es perfectible, el país debiera fomentar que grandes programas o proyectos emblemáticos también pasen por este filtro, que no solo es útil para descartar iniciativas que tengan una rentabilidad social negativa, si no que también es una oportunidad de que algunas de estas iniciativas vean mejorada su formulación y alcancen un estándar que las hagan socialmente rentable, mejorando las posibilidades de desarrollo del país.

De todas formas, la real ejecución de los presupuestos puede diferir de lo que se ha evaluado. El rendimiento de los recursos que emplea el Estado depende no solo de la voluntad de reactivar la economía mediante una política contracíclica, si no que también la consideración de que a mayor ejecución de gasto y de proyectos también es mayor el desafío administrativo y técnico de ejecutarlos. Por lo que a igual capacidad instalada, es probable que marginalmente, la eficiencia en la ejecución se reduzca a medida que aumenta la inversión.

De esta última idea, sería interesante que el Estado desarrolle algún indicador que permita medir dicho efecto y determinar su significancia, su magnitud y dependencia del nivel de gasto respecto al tamaño del aparato estatal y su administración, de modo que sea una herramienta para la construcción de presupuestos y, en conjunto con la propia “tasa de descuento social”, una medida de conveniencia del uso fiscal respecto del uso privado de los recursos financieros del país. Ello podría repercutir en la disponibilidad financiera de recursos y reducir el costo de los mismos a lo largo del tiempo, beneficiando tanto al sector público como al privado.

Carlos Peralta Rossel
Email: c.peralta.r@gmail.com

F) Box del Informe

Efectos de los anuncios de fusiones-adquisiciones en el precio de las acciones.

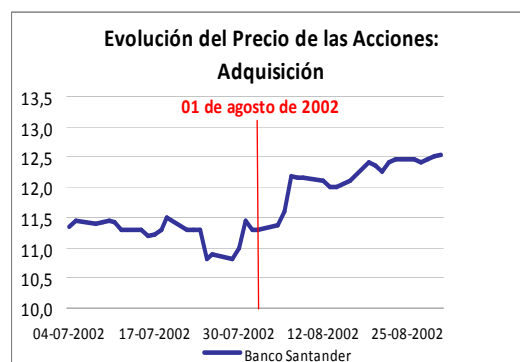
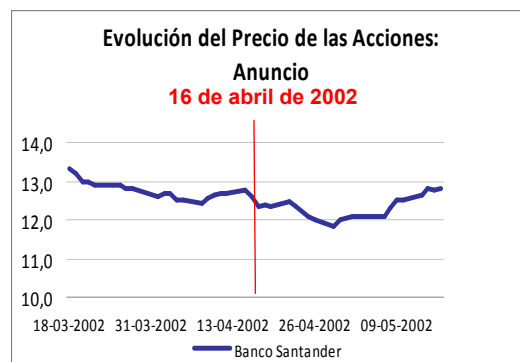
El caso Banco Santander Chile - Banco de Santiago y Falabella - DS

En el presente documento expondremos la aplicación que tiene la teoría relacionada con la toma de control, específicamente aquella que tiene que ver con las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en nuestro país. En primer lugar, consideraremos la adquisición indirecta gestada por el Banco Santander Central Hispano (BSCH) cuando durante el año 2002, tomó el control del Banco de Santiago. Durante esta operación, BSCH adquirió el 35% del Banco de Santiago, llegando a convertirse en el principal accionista, al controlar el 78,95% de la entidad bancaria nacional.

El ente controlador, BSCH, que dentro de su propiedad poseía además el 89% del Banco Santander Chile, decidió traspasar a éste último su parte del Banco Santiago, generando con esto una sola entidad, que de adelante pasó a tomar el nombre de Banco Santander Chile. Esta operación, a ojos del mercado, tenía una doble mirada, incluso la sospecha de fusionarse para ejercer poder de mercado. Por otro lado, la información disponible en el mercado resulta difusa en cuanto al real aporte que pudiese haber hecho la eventual sobrevaloración de los activos existente por parte del Banco de Santiago y como este potencial beneficio pudo de algún modo resultar traspasado hacia la naciente entidad bancaria.

Si tomamos en consideración el comportamiento mostrado por los retornos de Banco Santander Chile (ver las siguientes gráficas), tanto ex ante como ex post anuncio de adquisición, así como también lo acontecido una vez llevada a cabo la operación, podremos apreciar claramente que no hay presencia de retornos estadísticamente significativos provenientes de la “sobrerreacción” esperada de las acciones del mencionado banco.

Esta situación podría ser explicada en parte, porque el mercado, previo a que se hiciera siquiera el anuncio de fusión, se esperaba que esta operación produjese como resultado que el banco en cuestión adquiriese un amplio poder de mercado. Sin embargo, pasado un cierto tiempo, se observó que esta “profecía autocumplida” finalmente no se cumplió, lo que dio pie para que las acciones del banco mantuvieran un comportamiento relativamente estable. Otro punto potencial para explicar el hecho mencionado es que tanto el Banco Santiago como el Banco Santander Chile, aún cuando llevaban un tiempo trabajando por separado, ya habían internalizado todas las ganancias de la sinergia y de la mejora en la gestión, por lo cual al momento de crear la nueva entidad, no se verifica que produzca lo propuesto por Richard Roll, en su famoso paper: “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, en cuanto a que las operaciones de control podrían eventualmente generar beneficios económicos sobrenormales para las firmas objetivo.



Si bien los resultados obtenidos para este caso, se muestran bastante nítidos, esto no parece concluyente a la hora de generalizar la aplicación a la realidad chilena tomando en consideración la base teórica que la acompaña.

A pesar del anterior análisis, no tenemos evidencia estadística robusta que nos permita asegurar que el aumento en el precio de las acciones de D&S es producto del anuncio de la fusión.

Falabella - D&S:

La fusión entre D&S y Falabella tiene su origen en un acuerdo entre las partes controladoras de cada firma (D&S sería propietario de un 23% de la nueva firma), de modo que la información respecto a la operación era conocida de antemano al menos por el grupo de accionistas relevantes. Posteriormente (17/07/2008) la SVS declaró que existió incumplimiento del deber de reserva y uso de información privilegiada, lo que puede explicar el exceso en los retornos estadísticamente significativo antes del anuncio de la fusión. Estas filtraciones de la información (Asquith, 1983), pueden originar especulaciones previas, lo que sumado a sobrevaloraciones iniciales del valor de los activos (siguiendo a Roll), pudo llevar a sobrevalorar la empresa 20 días antes del anuncio. En cambio, D&S no muestra excesos de retornos estadísticamente significativos (a pesar del notorio salto en el precio de la acción en el período del anuncio, el cual no llegó a ser estadísticamente significativo).

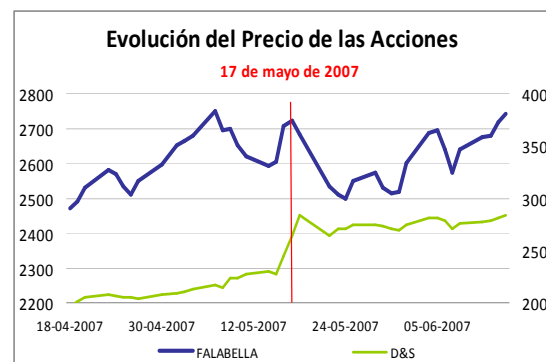
Posteriormente el Tribunal de Libre Competencia, en su Resolución N°24 /2008 (31 de Enero del 2008) falló en contra de la fusión.

Falabella			
Sesiones	test-t	Excesos Significativos	
		5% = 1.645	1% = 2.326
antes			
-20	4.7243	si	si
-15	1.4568	si	-
-10	0.6915	-	-
-5	0.9574	-	-
después			
5	2.3290	si	si
10	3.1255	si	si
15	2.3003	si	si
20	2.7347	si	si

D&S			
Sesiones	test-t	Excesos Significativos	
		5% = 1.645	1% = 2.326
antes			
-20	1.3364	-	-
-15	0.8737	-	-
-10	0.6472	-	-
-5	0.2788	-	-
después			
5	0.0837	-	-
10	0.5782	-	-
15	0.2605	-	-
20	0.4334	-	-

16

Esto puede ser producto de que existían dudas sobre si el Tribunal de Libre Competencia aceptaría o no la fusión, lo que pudo aminorar el efecto del anuncio sobre el precio de la acción. Por otro lado, observando los datos, vemos que el mercado consideraba la administración de D&S como la más débil entre ambas empresas, lo que puede aseverarse puesto que es la acción de D&S la que sube luego del anuncio y la de Falabella llega a descender dentro del tramo relevante al análisis. Esto último nos diría que es D&S la firma que se beneficiaría con las mejoras en la administración por parte de Falabella.



16 Las tablas contienen el resultado de evaluar las diferencias entre el precio efectivo de la acción contra el precio estimado por CAPM (sin considerar el anuncio de Fusión), para una serie de sesiones antes y después del anuncio.

* Francisco Arrieta
Alumno Magíster en Economía Financiera
USACH
Email: fjar_1@hotmail.com

* Ricardo Curin
Alumno Magíster en Economía Financiera
USACH
Email: rickyrvd@hotmail.com