



Informe de Coyuntura Financiera

Número 5

Del 30 de Marzo de 2009 al 20 de Julio 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 – Profesional del Informe:

David Niculcar	Paul Ferreira
Omar Pérez	Francisco Ormazabal
Carlos Peralta	Carlos Yévenes
Ulric Rindebro	René Fernández Montt

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



Informe de Coyuntura Financiera

A) Señales Monetarias

Las noticias sobre los principales indicadores agregados de la economía, correspondientes al IV trimestre del 2008 (y recién conocidos a mediados de marzo de 2009), despejaron todas las dudas respecto a la inevitable debilidad en la demanda y en la producción.

Así, la expansión del producto interno bruto para el año 2008 se “actualizó” a tan solo 3,2%. La demanda interna por su parte decreció en el IV trimestre en 0,2%, mientras el PIB del IV trimestre 2008 daba cuenta de la virulencia de la crisis internacional sobre la economía chilena (apenas se expandió en 0,2%). En concordancia, todos los indicadores de consumo y de inversión decrecieron su ritmo de incremento (tanto el consumo agregado como la formación bruta de capital están siendo perneados por la crisis internacional).

La caída sistemática en las proyecciones de crecimiento del 2009 para la economía chilena se ha materializado en una tasa esperada de crecimiento nula para el año 2009. En consistencia con lo anterior, los últimos índices de inflación (de noviembre 2008 a la fecha) están arrojando una tasa de inflación mensual negativa, lo cual hace posible que a fines del año 2009 el Banco Central pueda alcanzar la meta de inflación estipulada en su correspondiente rango meta (2%-4%). De hecho, la percepción de inflación implícita en la denominada compensación inflacionaria (medida a través del diferencial de tasas de interés de instrumentos de renta fija en pesos, contra los mismos en UF) se ha mantenido en niveles bajísimos y refuerza la estimación del mercado acerca de una baja inflación el año 2009.

La actual tasa de interés de política monetaria en 2,25% y sus abruptas reducciones en las últimas Reuniones de Política Monetaria vienen a reflejar las aprensiones del Consejo del Banco Central en cuanto a la inusitada y rápida desaceleración de la economía chilena.

Compensación Inflacionaria (%)

	2008-nov	dic	2009-ene	feb	mar
BCU a 5 años	3,39	3,35	3,12	1,99	
BCP a 5 años	6,26	6,02	5,31	4,53	3,44
Compensación Inflacionaria	2,9	2,7	2,2	2,5	

Fuente: Banco Central.

Aunque puede haber alzas en las tasas de interés de largo plazo, estas no deberían moverse de manera significativa. La actividad económica en los próximos meses seguirá débil. El impulso externo ha reducido los superávits en cuenta corriente y en las arcas fiscales (vía cobre principalmente en el ámbito fiscal): existe una desaceleración de las exportaciones a raíz del menor crecimiento global. A esto se adiciona una alta incertidumbre acerca de las perspectivas del Plan de Salvataje del gobierno de Obama en Estados Unidos, en orden a restaurar la confianza del sistema crediticio norteamericano.

De este modo los espacios de la política monetaria son cada vez mas limitados en cuanto a reducciones significativas en la tasa de interés nominal. De seguir con los actuales niveles deprimidos de inflación, la tasa de interés real de la economía chilena podría ser claramente negativa en los próximos meses.

En conjunto con el Plan Fiscal (4.000 millones de US\$) el cual se materializa en la venta de paquetes de 50 millones de US\$ los que, convertidos a pesos, constituyen los recursos que dispuso el Fisco para sostener la economía en este período de debilidad de la demanda agregada. Estos recursos serán sin duda insuficientes, dada la magnitud de la crisis global, y probablemente la autoridad deba anunciar otro Plan Fiscal para sostener la economía.

En lo que respecta al dólar, el solo anuncio del Plan Fiscal, en conjunto con la debilidad de la moneda norteamericana a nivel internacional (incluso China plantea sustituir el dólar en las transacciones internacionales) ha hecho retroceder al dólar fuertemente en el mercado doméstico. Es así que el peso se ha apreciado en un 12% desde noviembre del 2008 a marzo del 2009. Esto ha permitido al Banco Central a ser más expansivo en su política monetaria al no tener riesgos inflacionarios en el horizonte. Sin embargo, hay muchas interrogantes: ¿Qué hará la autoridad si con tasas de interés cercanas a cero la economía no se reactiva en un período prudente?, ¿Cuánto podrá contribuir a esto la política fiscal en términos de gatillar el crecimiento? ¿Por qué se desplomó tan rápidamente la economía chilena en el IV trimestre 2008 pese a todos los “buenos fundamentos” que exhibía?

Plan Obama para la Banca en USA

Es necesario señalar que las medidas que toma la Administración Obama son principalmente para destrabar el mercado del crédito, y así este pueda lubricar el sistema productivo e interbancario. Pero los contribuyentes norteamericanos en este nuevo plan son los que asumen un riesgo mayor, en caso de que este no funcione.

El aseguramiento por una agencia federal de la compra de "activos tóxicos" (nombre mediático para instrumentos que eran el "leit motiv" de los bancos de inversión, como resultado de la desregulación financiera durante Greenspan), en conjunto con el co-apalancamiento estatal-privado, serán las herramientas para limpiar los balances bancarios de estos activos de dudosa recuperabilidad (principalmente hipotecas).

La banca recauda dinero limpio y los inversionistas privados que entran en este Fondo Público-Privado, podrán obtener ganancias de capital, siempre y cuando la economía norteamericana crezca sostenidamente.

Pero hay muchas dudas legítimas hacia el mediano plazo: si falla el Plan siendo no capaz de atraer una masa de inversionistas que le den fluidez a los activos estancados, si los precios de los activos tóxicos no se recuperan, o simplemente si la economía ingresa a una fase de lento crecimiento.

Sin embargo, falta aún más por hacer; el inevitable nuevo diseño financiero en la banca y en el mercado de capitales (rol de las clasificadoras de riesgo) y una política que limite en forma creíble (como los criterios de Maastricht en la Unión Europea) los déficit fiscales y el stock de deuda pública (esta última ha crecido increíblemente a la par con la crisis). El mediano plazo para Estados Unidos aún presenta incertidumbres difíciles de calibrar.

B) Coyuntura Financiera Internacional

El Fondo Monetario Internacional advirtió hace un par de días atrás que la economía mundial está en números rojos, con un producto interno bruto (PIB) en retroceso por primera vez desde la II Guerra Mundial pronosticando, a partir de ahora, una contracción entre 0,5% y 1% para el 2009. El FMI además indicó que el G20² no está haciendo lo suficiente para contrarrestar la crisis, insistiendo en decir que el objetivo de consagrar el equivalente al 2% PIB a planes de reactivación no ha sido alcanzado.

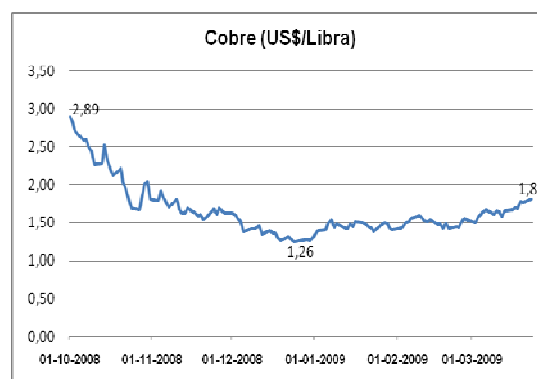
Tras una reunión de dos días para analizar la economía, el Banco Central estadounidense mantuvo sin cambios los tipos de interés que desde diciembre pasado se mantienen entre el 0% y el 0,25%. Esta ha sido una decisión pronosticada por los analistas y esperada en los mercados, debido a que es un hecho que se terminó la política monetaria de tasas de interés a la baja, en primer lugar porque su efectividad ya se agotó, y en segundo lugar porque ya no existe margen para bajar más las tasas. No solamente en Estados Unidos las tasas de interés están en niveles mínimos históricos o muy cerca del cero por ciento, sino en prácticamente todos los países del mundo industrializado. En Canadá, por ejemplo, la tasa de interés vigente es de 0.50%, en Gran Bretaña está en 0.50%, en Japón en 0.10% y en Suiza en niveles de 0.50%. Quizás la eurozona es la única región industrializada en la que hay cierto margen de ajustes a la baja en las tasas de interés, ya que actualmente se ubica en niveles de 1.50%.

La mayor novedad anunciada tras la reunión de la FED fue la adquisición de bonos de largo plazo del Tesoro de EE.UU, por un valor máximo de 300.000 millones de dólares en los próximos seis meses, y una mayor intervención directa en el sector inmobiliario con la compra de títulos hipotecarios adicionales por 750.000 millones de dólares.

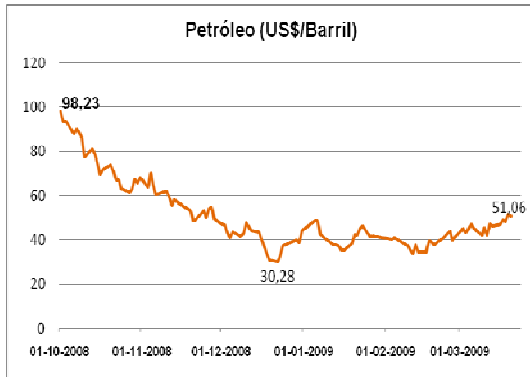
Además, aumentará en 100.000 millones las compras de deuda garantizada por los gigantes inmobiliarios Freddie Mac y Fannie Mae, que están controlados por el Gobierno. Todo esto con el objetivo de reducir los tipos de interés a largo plazo, que son los que determinan el costo de los préstamos hipotecarios, de consumo y de las empresas.

En el mercado inmobiliario estadounidense, la construcción de casas aumento en 22,2% en febrero hasta ubicarse en una tasa anual ajustada de 583.000 unidades; esta mejora representa la primera alza en el indicador desde abril de 2008, más aun, desde enero de 1990 que no se registraba un incremento de tal magnitud en esta cifra. Pero las buenas noticias continúan, ya que las ventas de viviendas de segunda mano también han registrado un inesperado incremento durante el mes de febrero, en el que subieron un 5,1%. Desde julio de 2003, no se registraba una subida parecida.

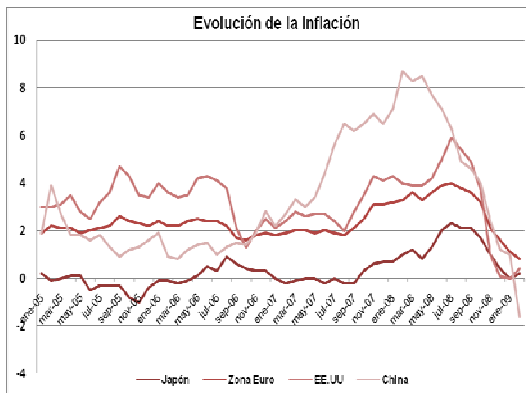
Otro dato que vale la pena señalar es que el precio medio de la vivienda ha bajado un 15% en el último año, llegando en el mes de febrero a los 165.400 dólares. Este dato supone la segunda caída más grande de los precios en un año desde la disminución del 17,5% en enero de este mismo año.



² Grupo formado por los ocho países más industrializadas del mundo, los onces países con las principales economías emergentes de todas las regiones del mundo, y la Unión Europea como bloque.



El precio de las materias primas ha tenido un repunte en estas últimas semanas, impulsado por las medidas anunciadas por la Reserva Federal para reactivar la economía y por el debilitamiento del dólar. La pregunta que surge en el mundo es si estas alzas son temporales o estamos realmente en presencia de una recuperación más sostenida de los distintos *commodities*.



En momentos en que la economía mundial está sumida en una recesión, la inflación ha dejado de ser un problema que inquiete a los analistas. El IPC de EE.UU., por ejemplo, registró en febrero el mayor incremento de los últimos siete meses, alcanzando un 0,4%, debido a los mayores costos en el petróleo y la vestimenta. Esto aleja, por ahora, el fantasma de la deflación que tanto asusta a los estadounidenses. Por otro lado en China los precios al consumidor se redujeron en febrero por primera vez en más de seis años, llegando a ser un 1,6% más baratos con respecto al año pasado, evidenciando la debilidad de la tercera economía mundial, aunque, hay que decirlo, las autoridades desestimaron el riesgo de una espiral deflacionaria y dijeron en cambio

que el panorama económico era "desalentador".

Bajo esta coyuntura internacional cuesta entender el pago de bonificaciones (sobresueldos) por un valor de 165 millones de dólares por parte de la aseguradora AIG a los directivos que casi hundieron la firma. La justificación: retener a algunos empleados clave de las empresas de modo que se evitara evitar un desastre financiero. Barack Obama calificó de indignante esta situación, señalando que "¿Cómo se justifica este escándalo a los contribuyentes que mantienen a flote esta compañía?" Recordemos que AIG ha recibido 173.000 millones de dólares en ayuda estatal y el gobierno estadounidense es propietario del 80% de la firma.

Con el objetivo de recuperar el máximo posible de los bonos pagados por la aseguradora, la cámara Baja del Congreso de Estados Unidos aprobó un proyecto de ley que graba estas primas con una tasa del 90% sobre la retribución extra, en aquellos casos que supere los 250.000 dólares. Este gravamen se aplicará a todas las compañías que hayan recibido ayuda estatal por valor de más de 5.000 millones de dólares. En cualquier caso, uno de los problemas que se visualiza con este mecanismo es que aunque AIG devuelva el dinero de los bonos, no va a ser fácil conseguir que quienes recibieron personalmente la paga renuncien a ella. Ni siquiera una tasación del 100% lo garantizaría porque algunos de los afectados son extranjeros y no están sometidos al régimen fiscal norteamericano.

El Caso Europeo

La presente sección tiene por finalidad analizar las dificultades que debe enfrentar el Banco Central Europeo (BCE) como único organismo supranacional europeo para enfrentar la crisis. Pondremos de relieve los diferentes modos de intervención y los peligros del posible exceso de liquidez al salir de la crisis.

Las particularidades europeas

La particularidad más importante de la Unión Europea es su carácter heterogéneo, tanto a nivel político como económico. Las diferentes tasas de crecimiento de los países revelan las desigualdades en los procesos económicos de desarrollo, aún más durante una crisis tan importante como la que vivimos desde más de un año.

Países	Tasa de crecimiento PIB (en %)		
	2006	2007	2009 (previsión)
Francia	2,2	1,9	-0,1
Alemania	2,7	2,6	0,2
Italia	1,9	1,9	-0,3
Irlanda	5,5	5,3	-2,0
Eslovaquia	6,1	8,8	5,0
Para comparación			
Chile	6,3	4,2	2,8

Fuente: The Economist, The World in 2009, pp.113-122.

La construcción de una organización política europea sigue siendo muy difícil y la negativa de varios países al último intento para crear una constitución transnacional atrasa aún más el proceso. Con una presidencia que cambia cada seis meses y la posibilidad de vetar cualquier decisión, la posibilidad de una política común parece alejarse del sueño. En tiempos de crisis, el tema de la solidaridad, antiguamente cimiento del inicio de la construcción europea, ha desaparecido, y cada gobierno trabaja para defender sus propios intereses (proyectando las próximas elecciones).

La difícil coordinación pone de relieve las contradicciones de la construcción europea: la zona euro, integrada al nivel monetario y encabezada por el BCE, no dispone de una

organización política supranacional (en los E.E.U.U. la FED y el Tesoro trabajan juntos, con las dificultades que conocemos, es cierto, pero siempre hacia un objetivo común). Ahora 329 millones de ciudadanos europeos comparten la misma moneda.

Pero a pesar de todos estos obstáculos, la BCE cumplió con sus deberes desde su creación en 1998 y concentra hoy día las esperanzas del mundo financiero europeo. En efecto, por la mayoría de los países europeos, no hay muchas palancas de acción:

- El presupuesto público, ateniéndose al Pacto Europeo de Estabilidad y de Crecimiento, no permite una acción con gran amplitud (el déficit público no debe superar un 3% del PIB). Y aun aceptando excesos puntuales, el problema del endeudamiento público sigue siendo muy importante para algunos (como Francia, donde la deuda pública se acerca de un 70% del PIB).

Las medidas del BCE frente a la crisis

El Euro sistema tiene un cuadro operacional general parecido a los de los otros Bancos Centrales: su primera meta es controlar la inflación y mantenerla cerca de un 2%. Para definir su política monetaria, el BCE utiliza tres tasas (desde la más baja hasta la más alta): la tasa de remuneración de los depósitos, la tasa de refinanciamiento y la tasa del préstamo marginal. Gracias a un panel de garantía más importante, el BCE permite también numerosos refinanciamientos e interviene cuando el mercado monetario no funciona bien.

Las medidas para enfrentar la crisis pueden ser analizadas en dos periodos³:

1/ El periodo desde agosto de 2007 hasta la mitad de septiembre de 2008 se caracteriza

³ Ver el discurso de J-C TRICHET, director del BCE, European American Press Club, Paris, le 20 février 2009 : <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090220.fr.html>

por una “*penuria sistémica de liquidez*”. La discusión se organiza en tres partes:

- el Euro sistema anticipó su abastecimiento en liquidez (pero sin cambiar el volumen previsto para alcanzar el equilibrio, llegando al final del periodo de constitución de las reservas de liquidez).
- el Euro sistema abasteció el sistema bancario de liquidez utilizando los procesos de *open market* (respondió así a la necesidad de largo plazo de los refinanciamientos).
- oficialización de los intercambios entre los Bancos Centrales (abastecimiento de liquidez en dólares a los bancos de la zona euro).

2/ El segundo periodo empezó a la mitad de septiembre de 2008. El mercado monetario ya no estaba funcionando de manera correcta. El BCE decidió amplificar las medidas ya existentes, aumentando el número de refinanciamiento (tres más cada mes, dos por un periodo de 3 meses y uno por 6 meses) y también los acuerdos con los otros bancos centrales (el BCE abastece liquidez también en Franco Sueco desde octubre 2008). Una variedad mucho más amplia de activos son ahora aceptados como garantía para los refinanciamientos.

Todas estas medidas tuvieron como resultado un aumento del balance del Euro sistema de 600 mil millones de euros (es decir un 65%) y todos están de acuerdo con las últimas previsiones del FMI o del Banco Mundial que anuncian un año 2009 muy difícil con una salida de crisis por lo mínimo en 2010 (¿nuevas necesidades de liquidez?). Esta falta de liquidez se traduce en una reacción mundial en el mismo sentido: el Banco de Inglaterra quiere aún inyectar el equivalente de 25 mil millones de euros, el Banco de Japón 2.500 mil millones de yenes (16.7 mil millones de euros). Pero todas estas medidas no pueden tener el impacto deseado a largo plazo si no influyen en el comportamiento de los agentes privados. En este sentido, la repercusión limitada de la baja de tasa en los mercados es una prueba de que la translación no es para nada natural. El otro límite de esta política es el riesgo que contiene una salida de la crisis con demasiada liquidez en el mercado.

El riesgo de la liquidez

Las inyecciones de liquidez son imprescindibles por varias razones: ellas compensan las dificultades de financiamiento de los bancos cuando estos no confían bastante en los otros para prestar o cuando los activos de uno no permiten un préstamo tradicional, para evitar quiebras no controladas. Es decir, son indispensables para impedir la creación de un círculo despreciativo.

Pero inyecciones enormes de liquidez o inyecciones no controladas hasta el final del proceso de salida de crisis pueden crear desordenes económicos importantes como un exceso de endeudamiento (con mucha liquidez disponible y barata) o burbujas especulativas sobre los precios de los activos, ya sean acciones, inmobiliarios o materias primas. Esto, porque al salir de la crisis, toda la liquidez bloqueada por falta de confianza entra de nuevo en el mercado: la liquidez acumulada por los bancos –en periodo de riesgo financiero importante o por la gente en general. La gestión de las últimas crisis demuestra que los bancos centrales nunca destruyen los excedentes creados.

Ese fenómeno tiene 3 razones explicativas siempre citadas⁴:

- la primera meta es la inflación.
- Porque es muy difícil definir cuando una economía ha salido de la crisis (los bancos centrales tienen que estar seguros).
- Porque las burbujas especulativas empiezan muy a menudo antes de que se acaba una crisis. Al salir de esta, las burbujas ya existen y hacer explotarlas es muy riesgoso.

Pero por primera vez las instituciones financieras parecen enterarse del problema. El BCE ya anunció que iba a retirar el excedente de liquidez hallado en el circuito monetario. Vigilar este tema antes de salir de la crisis permitiría impedir la creación de nuevas burbujas y sería la prueba de un plan a largo plazo

⁴ P. ARTUS, Flash Economie, 2 mars 2009, n° 98, <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=45437>

C) Coyuntura Financiera Nacional

Traspaso de Tasas de Interés

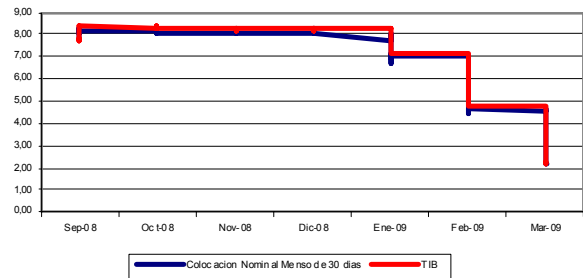
El acontecer financiero económico de los últimos meses se ha caracterizado por la aplicación de una fuerte política monetaria expansiva que ha llevado a la tasa de política monetaria a niveles que no se veían desde fines del 2005. Lo más probable es que el comportamiento del Banco Central de Chile siga siendo el mismo, es decir, seguir bajando las tasas en busca de reactivación económica, (dentro de un pequeño margen) además de evitar un posible escenario deflacionario.

El comportamiento antes descrito ha llevado al sistema bancario nacional a tomar resguardos en cuanto a sus políticas comerciales, como por ejemplo a aumentar sus provisiones como una medida de cobertura ante posibles escenarios adversos, o aumentar su nivel de encaje por cada peso puesto en el mercado, o bien aumentar el nivel de créditos Fogape entregados, entre otras cosas.

Lo que sí queda claro es que el comportamiento de las tasas del sistema financiero difieren entre tipos de cartera y tipos de plazo. Según un estudio de la SBIF los créditos a menores plazos presentan un mayor grado de traspaso inmediato que los créditos a plazos mayores como los son los hipotecarios, que según el estudio, presenta un traspaso inmediato⁵ casi nulo, a diferencia de los créditos comerciales que presentan traspasos de tasas inmediatos mucho más elevados bordeando el 50-60%

⁵ Inmediato lo entendemos como el traspaso a un mes

TIB v/S Tsas nominal de corto plazo

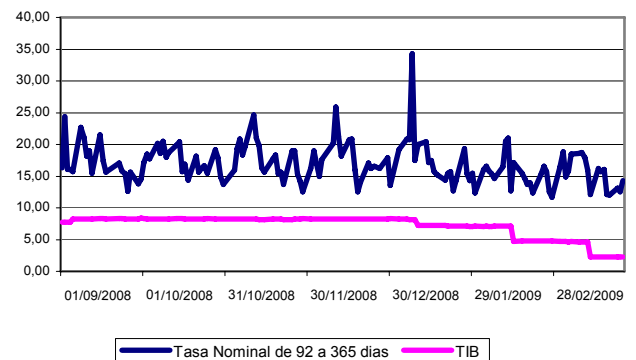


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de Chile

Como podemos apreciar en el grafico anterior las tasas de colocación a muy corto plazo⁶ presenta un traspaso muy alto, cercano al 80-90% en forma inmediato. En dicho grafico puede apreciarse prácticamente en una sola curva la tasa Interbancaria y la tasa de colocación Nominal de menos de 30 días.

Si graficamos una tasa de más largo plazo podemos apreciar que el traspaso es muy bajo, presentando un índice de correlación de un 35%, lo cual puede deberse a que las tasas de colocación actúan con algún rezago a los cambios de la tasa de política monetaria y no por ello se puede inferir que no exista traspaso.

TIB V/S Tasa Nominal de 90 a 365 dias



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de Chile

⁶ Líneas de crédito y tarjetas de crédito

El mensaje que ha quedado claro en los últimos meses es que el gobierno velará por una reactivación económica y son los bancos los responsables de llevar a cabo estas ideas, dado que son ellos los que entregan los dineros a demandantes de dinero.

Además de todo lo anterior no hay que dejar de lado lo que sucede con los otros participantes del sistema financiero⁷, puesto que son ellos, en muchos casos, los principales actores del sistema. Es por eso que lo más relevante es ver si las políticas gubernamentales tanto públicas como monetarias son traspasadas a los demandantes de recursos.

⁷ Emisores No bancarios, Cooperativa de Ahorro y Crédito, Compañías de Leasing, etc.

D) Hechos Relevantes: Plan Fiscal

El Banco Central chileno, así como gran parte de los Bancos Centrales del mundo han reducido sus tasas de interés interbancarias de referencia, las que han sido esperadas con ansias por los analistas del mercado.

La inflación mundial indudablemente ha disminuido, influida por la caída en los precios de las materias primas y la fuerte contracción de la demanda agregada. Producto de ello, claramente ya no es el principal problema a enfrentar. Muy por el contrario, para nadie es un secreto que el riesgo real se encuentra en el desempleo, ya que tal y como se mencionó en un comunicado del ente emisor mexicano "los componentes del balance de riesgos se han deteriorado más en lo que se refiere a la actividad económica que en lo tocante a la inflación".

Las fuertes caídas tanto de la demanda agregada como del empleo en Estados Unidos han impactado en forma negativa la actividad económica en un significativo número de economías, por lo que el desempleo aumenta en forma galopante por doquier. Por lo anterior, gran parte de las economías se contrae, asunto que claramente está en contraposición con la inflación apreciable durante el 2008.

Debido a la imprecisión en los pronósticos tanto sobre duración como de profundidad de la presente crisis, se prevé un menor acceso al crédito que el que debiera esperarse ante las constantes disminuciones en las tasas de los Bancos Centrales.

Existe una clara pérdida de confianza en el sistema financiero, lo que se traduce en que el sistema bancario aumente sus restricciones al crédito. Las muy relevantes bajas de tasas apreciadas hasta el momento, por ejemplo de 250 puntos en Chile para el mes de febrero, no han tenido el impacto esperado.

Debido a ello, es recomendable tomar con cautela la baja de tasas, ya que quienes tienen mayor posibilidad de mantener el empleo pueden ser quienes asuman mayores riesgos.

Ahora bien, sobre un escenario recesivo, debido a los pronósticos del FMI, es cada vez más probable que Chile y gran parte de Latinoamérica entren en recesión.

Para enfrentar la coyuntura, el Banco Central y Hacienda deben actuar en forma coordinada. Debido a ello, es de suma importancia analizar el Plan de Estímulo Fiscal propuesto por la autoridad.

Los objetivos principales del plan son:

- ❖ Generar un rápido impacto en la economía nacional de forma tal de amortiguar los efectos de la crisis financiera internacional sobre nuestra economía.
- ❖ Lograr un crecimiento económico para Chile entre 2 y 3%.
- ❖ Lograr un aumento del empleo.

Bajo la postura del Gobierno, estos objetivos se traducen en cuatro pilares del plan:

Estímulos a la inversión y al consumo:

- Incremento en USD 700 millones en inversión pública.
- Rebajas transitorias del impuesto de timbres y estampillas.
- Incremento transitorio de beneficios del DL 701 de incentivos a la forestación.
- Aporte de USD 41 millones al Fondo Común Municipal.
- Asignación de USD 1.000 millones para la modernización del gobierno corporativo de Codelco.

Fortalecimiento del acceso al financiamiento de empresas:

- Reducción transitoria de los PPM durante 2009.
- Aumento de USD 50 millones en financiamiento CORFO para factoring.
- Garantía CORFO de USD 50 millones para reprogramación de

crédito de empresas de menor tamaño.

Apoyo a las personas:

- Otorgamiento de USD 224 millones en bonos de \$40.000 por carga familiar a beneficiarios SUF, receptores de la asignación familiar, y bono a familias Chile Solidario.
- Devolución anticipada de impuestos en septiembre de 2009 para personas naturales.
- Subsidio al transporte público en todo el país.

Fortalecimiento empleo y capacitación:

- Subsidio al empleo de jóvenes entre 18 y 24 años de sueldo bajo.
- Incentivos a la capacitación a través de mecanismos tributarios.

Hoy en día, la gran parte de los gobiernos ha respaldado o aumentado las garantías para sus instituciones financieras. En función de ello, consideramos que ya que el problema se ha instalado en la economía real, las soluciones no deben estar sólo en la estratósfera financiera, sino concentrarse, por ejemplo, en mantener el consumo.

Medidas en pos del empleo son claves para mantener el nivel de consumo y no lentificar las economías domésticas hasta el peligroso punto de la recesión. Por ello, las medidas del plan anticrisis son acertadas, pues apuntan a la mantención del empleo, y de generarse apunta a lo relevante, es decir, aumentar los ingresos del desempleado en base a ciertas flexibilizaciones esporádicas.

Por otro lado, ciertas medidas no incluidas en el paquete, pero relacionadas con el sector hipotecario y subsidios transitorios incentivan la demanda de viviendas, sector generador de un porcentaje importante del empleo en gran parte de las economías de esta parte del mundo.

Las anteriores son medidas potentes que pueden aplicar los países solventes que se han preparado para tiempos de vacas flacas.

Ahora bien, respecto a los incentivos a la inversión, estos están especialmente orientados a la inversión pública. Es primordial que por una parte, el sistema estatal sea administrativamente capaz de ejecutar los volúmenes de inversión adicional, y por otro lado, que los recursos se empleen en inversiones que efectivamente tengan una rentabilidad socio-económica positiva. De otra forma, el gasto generado no tendría mayor impacto a largo plazo. Existe el riesgo de que se genere una relajación de los criterios de evaluación de inversiones.

En la misma línea de la eficiencia en el uso de los recursos, es de esperar que las medidas de fortalecimiento del acceso al financiamiento de empresas sean bajo condiciones racionales de riesgo.

Por su parte, los bonos por carga familiar entregados por una sola vez tienen un impacto transitorio sobre la situación de los beneficiarios, pero similar a cualquier política fiscal expansiva por medio del multiplicador del gasto. La bondad de esta medida es que su impacto inicial beneficia a familias vulnerables.

En general, las medidas del plan tienen su efectividad condicionada a que se garanticen adecuados mecanismos de asignación en los recursos bajo una racionalidad económica y que el aparato estatal esté preparado para enfrentar esta actividad.

E) Box del Informe

Roll, Richard, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, (1986, vol. 59, no. 2), University of Chicago.

Este paper entrega una visión de las formas de takeovers y su comportamiento mediante mediciones empíricas de otros autores. Roll toma como referencia el paper de Jensen y Ruback (1983), el cual señala que "las fusiones generan ganancias positivas gracias a las cuales los accionistas de las firmas objetivo se benefician y las firmas oferentes no pierden".

Roll sugiere una interpretación a los resultados empíricos encontrados por otros autores, la que puede ser no válida, pero espera que sea considerada en investigaciones posteriores.

Se señalan dos tipos principales de Takeovers:

- Fusión: Se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad
- Adquisición (Tender Offer): Una firma o persona hace una propuesta directamente a los accionistas de la empresa objetivo para que vendan (tender) sus acciones a un determinado precio.

Considérese que las tender offers, pueden ser amistosas u hostiles. Ello dependerá de si acaso los accionistas controladores de la empresa objetivo están o no de acuerdo con la oferta que están haciendo los potenciales compradores (bidders).

Las Tender offers pueden ser públicas (se ofrece a todo el mercado) o privadas (se ofrece a un grupo selectivo de inversionistas). El primer caso es denominado OPA (Oferta Pública de Acciones)

Roll define los siguientes pasos para un takeovers:

- La firma oferente identifica una potencial firma objetivo

En el caso concreto de las adquisiciones, se puede hablar de la existencia de sinergia cuando el valor actual de los flujos de caja supera al precio de compra de la empresa a adquirir, por lo tanto, el análisis de una posible adquisición debe basarse en la posibilidad de producir sinergia.

- Se realiza una valoración de la acción de la firma objetivo (target)

Será una buena decisión financiera el adquirir una empresa cuyo precio de compra sea inferior al valor actual de los flujos de caja que se espera produzca cuando ésta ya se encuentre en poder de los compradores.

- El valor estimado es comparado con el precio de Mercado

Si la empresa a comprar está bien valorada en el mercado, es decir, si creemos en la eficiencia del mercado, la sociedad adquiriente pagará lo que vale aquella como entidad independiente

No obstante lo anterior, lo más probable es pagar una prima sobre el precio de mercado, debido a que en el momento de hacer la oferta pública de adquisición el precio de las acciones de la empresa objetivo subirá. Este incremento se debe a que el mercado exige el pago de una cantidad adicional o prima por la pretensión de hacerse con el control de la sociedad.

Evidencia a favor y en contra de la Hipótesis de Arrogancia (Hubris)

Si estamos seguros que:

- La oferta es no anticipada: la oferta no conlleva información acerca del oferente.

La Hipótesis de Hubris predeciría los siguientes movimientos en el precio de mercado de la firma oferente

- ❖ El precio cae cuando se anuncia la oferta
- ❖ El precio aumenta si se abandona o se pierde la oferta
- ❖ El precio cae cuando la oferta es ganada

Diferentes autores han encontrado que las condiciones a) y b) no se mantienen.

- ❖ Si el mercado anticipa la oferta es difícil medir el precio de mercado de la acción. En un gran número de casos la oferta ya conlleva información acerca de la firma oferente, lo cual hace difícil separar que si el efecto en la variación en el precio de la acción es originado por la oferta o por información adicional del oferente.

Evidencia sobre los participantes de Takeovers

Evidencia acerca de la Firma Objetivo:

El valor de la firma objetivo aumenta al momento del anuncio, y vuelve a caer a un valor similar del original si la última oferta es abandonada.

Asquith (1983), señala que la evidencia encontrada sobre el anuncio de Oferta fue acompañado de un aumento promedio del 7% en el valor de la firma objetivo, el cual parece ser casi completamente revertido dentro de los sesenta días siguientes si es que no ocurre el Takeover.

Evidencia acerca de la Ganancias Totales:

La predicción de la Hipótesis de Arrogancia es que las ganancias totales combinadas (Target and Bidder) son no positivas.

Asquith, Bruner, and Mullins (1983) toman un enfoque único de regresión incorporando el tamaño de la firma objetivo y la oferente.

Evidencia acerca de la Firma Oferente: Efecto del anuncio

Como ya señaló, la Hipótesis de arrogancia predice una disminución del precio en el valor de la firma oferente, la que puede no estar completamente reflejada en la disminución del precio de mercado por la presencia de información contaminada en la oferta.

Evidencia acerca de la Firma Oferente: Efecto de anuncio exitoso y no exitoso.

Durante el período intermedio entre la oferta inicial y el cierre de la oferta, el movimiento promedio del precio del oferente de la fusión exitosa es pequeño, lo que no permite hacer ninguna inferencia. Sin embargo, el patrón es generalmente consistente con la Hipótesis de Arrogancia, la cual predice que la pérdida es observada en el valor de la acción de la firma oferente.