

# Boletín Económico Financiero Usach

Edición N°1

---

Colaboran:

- Francisco Castañeda
- Francisco Ormazábal

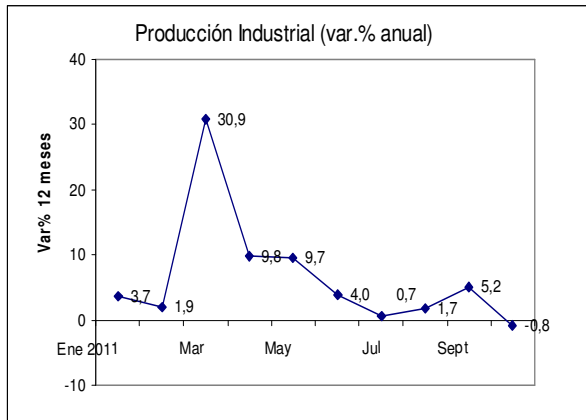
**Diciembre 2011**

# Coyuntura Económica – Financiera: Efectos de una Desaceleración Anunciada

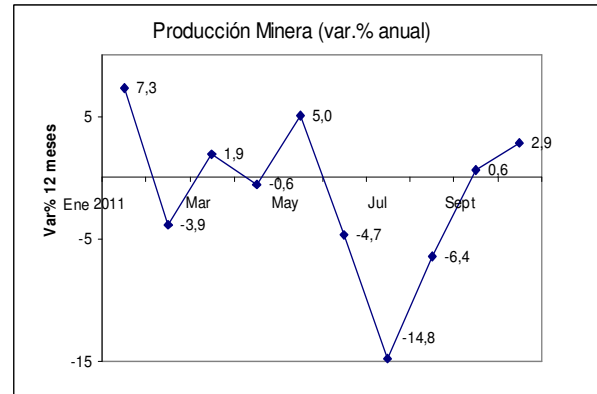
Francisco Castañeda González  
Universidad de Santiago de Chile

Claramente a la luz del nuevo IPOM y su rebaja en la proyección de crecimiento para la economía chilena en el 2012 (ahora se ubica en el rango 3,75% al 4,75%) respecto al último IPOM de septiembre, queda de manifiesta el rezago nocivo en la decisión de política monetaria en cuanto a no disminuir anticipadamente las tasas de interés y así apalancar los riesgos de manera más decidida en el frente doméstico.

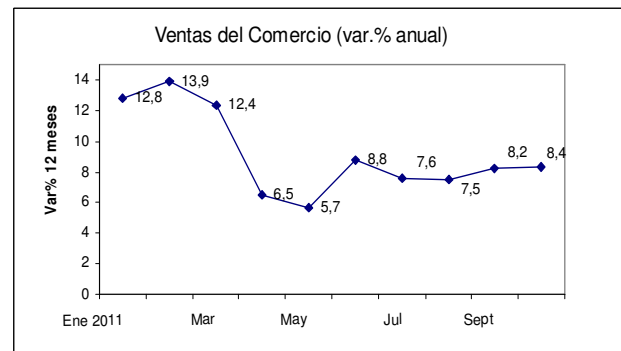
El riesgo de quedar desalineados en las tasas domésticas respecto a niveles más débiles de producción y gasto son más elevados, dado el rezago natural con el que actúa la política monetaria sobre expectativas y sobre el costo de fondo de la banca. Esto exacerba los spreads bancarios, dado el creciente aumento del costo de financiamiento externo.



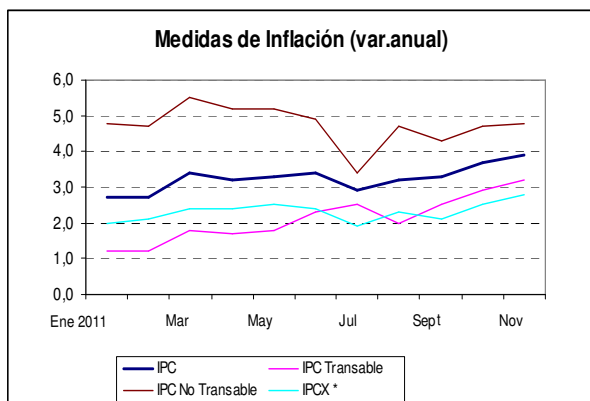
Aunque menor en el total de pasivos bancarios, no es menos relevante el financiamiento externo (al menos el 10% de los pasivos bancarios corresponden a financiamiento externo que se ha vuelto más caro dado el actual "credit crunch" europeo).



Al mirar los datos del sector real, la producción industrial, en términos de aceleración se mantiene plana o se contrae desde marzo 2011. Consistente con lo anterior, el último índice de producción y ventas industriales de octubre es débil en términos interanuales, y ya comienza a mostrar claros signos de menor dinamismo ante la evidente contracción de la economía internacional (particularmente en la zona Euro).



Aunque la inflación esta en el rango alto (3.9% en 12 meses) y se ha acelerado en el último trimestre tanto a niveles de bienes no transables y transables, la menor proyección para la demanda interna proyectada para el año 2012 la desinflará y está volverá a niveles menos inflacionarios.



\* IPCX: IPC sin frutas, verduras ni combustibles

También el Banco Central completó ya su plan de compras para incrementar su nivel de reservas internacionales y ciertamente la presión alcista (pero volátil) sobre el tipo de cambio vendrá fundamentalmente por la sustitución de euros a dólares dada la diferencia cíclica en ambas economías. Así influirá en el sesgo alcista del dólar además el menor valor del cobre esperado para el año 2012 en relación al año 2011, cuyo precio promedio superó los 4 dólares la libra de cobre en el presente año.

Para el año 2012 el menor ritmo de la demanda externa, conjuntamente con menores niveles de actividad doméstica, creará las condiciones para un déficit fiscal y un déficit en cuenta corriente (ambos coeficientes para el año 2011 finalizarán con superávits de 2.5% y 0,9% del PIB respectivamente).

Respecto al desempleo, este debería comenzar a incrementarse los próximos meses a medida que se ralentiza el sector industrial y transable de la economía como consecuencia de la desaceleración internacional.

## La Crisis del Euro – El Caso de España

**Francisco Castañeda González**  
*Universidad de Santiago de Chile*

Las noticias provenientes de Europa han puesto en duda la existencia de las denominadas economías con relativos grados de Estado de Bienestar. Esto es, gobiernos que contribuyen significativamente a las prestaciones sociales y que, por lo general, ostentan elevadas cargas tributarias sobre el PIB, pero que enfrentan una severa crisis de agotamiento estructural.

Los países centrales europeos con alta productividad, gran base industrial y de maquinarias, y con un gran coeficiente de exportación-PIB han podido sortear en mejor forma la actual crisis. Entre ellos están las economías centrales de la zona Euro (Alemania y Francia) y los países del norte de Europa y Escandinavos. Por ejemplo durante la crisis subprime, Alemania estableció el denominado “Kurzarbeit” que es un subsidio a la contratación de mano de obra a cambio de que las empresas no despidan trabajadores (lo cual es un costo más alto en el futuro para las empresas en cuanto a recontratar trabajadores especializados). Esto permitió atenuar el aumento en el desempleo y, ciertamente, la caída en la producción industrial. Así, a mediano, plazo pueden financiar en mejor forma el denominado Estado de Bienestar y requerirán ajustes menores para mantener la competitividad de sus economías en este nuevo escenario.

Pero países de baja-mediana productividad tienen una situación más compleja. Aquí se encuentran España, Italia, Portugal, Grecia e Irlanda.

En España ha crecido enormemente el Sector Servicios (hoy, constituye el 70% del PIB), lo cual es una tendencia natural en la medida que las economías se desarrollan desde un estadio agrícola a uno más industrial.

El desafío es lograr mantener un equilibrio con base en el Sector Industrial de forma tal que no sesgue demasiado la economía hacia sectores comerciales, servicios y otros. Esto, porque en el largo plazo dejan a la economía a expensas de los vaivenes del ciclo internacional, con poca capacidad de resiliencia interna en caso de crisis global. Inglaterra es el anatema por excelencia de la desindustrialización europea, con los consiguientes efectos adversos en el empleo y sustentabilidad social.

Prosiguiendo con el foco en España, habría que destacar que el sector Industria y Energía disminuyó su participación desde 35% del PIB en los 70 a un 15% del PIB en el año 2010, aumentando el sector Construcción (la denominada “economía del ladrillo”) a una participación del 11% del PIB en el año 2010. Este último sector ha sido afectado por el declive inmobiliario y el fin de la burbuja especulativa que financiaba bienes raíces. La deuda pública de este país es más baja que en Alemania (60% versus 80% del PIB), pero la escasa capacidad de crecimiento de la economía española (dada la poca diversificación productiva) hace más riesgoso y difícil de cumplir con sus compromisos.

El problema en España subyace en la alta deuda privada que ostenta (sobre el 200% del PIB) y que es superior al promedio de la zona Euro. Ésta tiene como “artífices” al sector inmobiliario e infraestructura no del todo rentable socialmente, lo que ha generado grandes montos de deuda impagas que afectan la estabilidad del crédito español.

En la actualidad los reguladores europeos bancarios (Basilea) están exigiendo alcanzar mínimos más altos de capital, dadas las potenciales pérdidas en deuda soberana de los Estados y en financiamiento privado inmobiliario, principalmente.

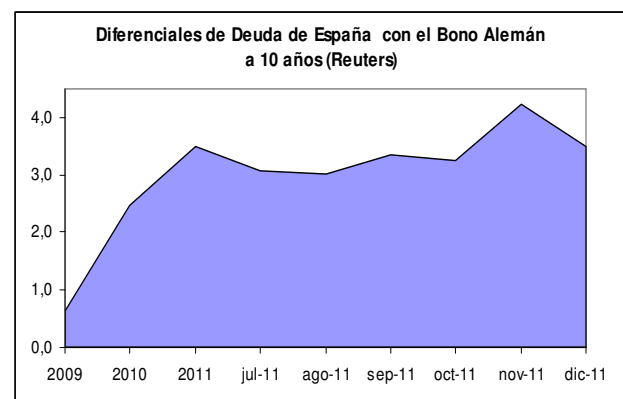
Esto trae como corolario un altísimo desempleo (desindustrialización de largo plazo, caída en la construcción) que no puede absorber el sector Servicios, y que pone presión a las ya anunciadas reformas laborales que buscan desregular y flexibilizar el rígido mercado laboral español. Incluso, durante la crisis subprime (2008-2009), Alemania, a pesar de que su PIB se contrajo más que el de España, logró crear 600 mil empleos netos, en tanto España destruyó 2 millones de empleos en dicho período.

A la luz de los acontecimientos, está claro que el Euro en su concepción no fue dotado de una especie de política fiscal única, por lo mismo, lo único de independencia económica que permaneció en los países que emplean esta moneda, es el uso de la herramienta fiscal. Al no tener un control más estricto (como sí lo es la política monetaria y cambiaria), el incremento significativo de la deuda pública ha sido la constante. En el caso de España (y en la de los países europeos más apremiados), la imposibilidad de pagar los compromisos contraídos por el Estado y el sector privado, ha generado el debilitamiento de la banca europea expuesta a estos riesgos soberanos e inmobiliarios.

El diferencial entre los bonos de deuda español y alemanes se ha empinado a los 500 puntos base, mientras que hace unos meses era de sólo 150 puntos base. Los tenedores de deuda desconfían mucho más la deuda soberana española, y esto a pesar de que en teoría mantienen una moneda común ambos países.

“El Credit Crunch” europeo ha generado un efecto “pánico” con las consiguientes exigencias de recapitalización bancarias y aumentos de la tasa de interés, lo cual empeora las posibilidades de una recuperación rápida a nivel de la zona Euro.

¿Qué hacer? para mantener la esencia de su Estado de Bienestar (salud, educación y pensiones), creemos que España debiera asumir reformas dolorosas, que abarcan un control más estricto de la deuda pública, redirigir el crédito hacia la economía interna evitando las burbujas, modificar el sistema de pensiones de modo de generar menos dependencia fiscal, y aumentar la productividad para traspasarla a las actividades exportadoras de modo de generar mayor valor agregado. Ciertamente, no existe sistema de protección social que pueda financiarse con un 20% de de tasa de desempleo.



Alemania a su vez no quiere monetizar los déficit fiscales de los países aproblemados (no recomienda que el Banco Central Europeo compre los eurobonos, imprimiendo dinero) mientras no se comprometan jurídicamente los países de la zona Euro en un Pacto de Estabilidad Fiscal que considere castigos y suspensiones, y que establezca criterios estrictos de magnitud del déficit fiscal, para dar estabilidad a la zona Euro.

Frente al actual estado de la economía y de billetera fiscal, España estará fuertemente bajo presión en los próximos meses, por lo que las reformas del nuevo gobierno del Partido Popular (PP) deberán abarcar desde el sector público hasta el sector privado, así como orientar una nueva estrategia de diversificación productiva. Claro está, con Alemania encima y con actitud vigilante, impidiendo que el Banco Central Europeo (BCE) financie deuda pública sin condiciones previas de austeridad fiscal.

Tabla: Deuda Pública y Balance Fiscal

	Deuda Pública (% del PIB)			Balance Fiscal (% del PIB)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Estados Unidos	78,7	88,7	91,9	-9,7	-11,7	-7,8
Alemania	83,2	82,4	81,0	-3,3	-2,0	-1,2
España	60,1	70,0	71,9	-9,2	-6,6	-4,8
Francia	81,7	84,7	86,8	-7,0	-5,8	-4,9
Grecia	142,8	151,8	160,0	-10,5	-8,5	-7,0
Irlanda	96,2	112,0	117,9	-32,4	-10,5	-8,8
Italia	119,0	120,3	119,8	-4,5	-3,9	-3,1
Reino Unido	80,0	84,5	88,6	-10,4	-9,0	-7,0
Suecia	39,8	36,5	33,4	-0,3	0,6	1,8

# La estabilidad Financiera el gran desafío de los Estados Unidos para el año 2012

Francisco Ormazábal Cáceres  
Departamento de Economía,  
Universidad de Rutgers  
Estados Unidos

La crisis del 2010 financiera de los últimos años al parecer le ha pasado la cuenta a Estados Unidos, el último “Reporte de Desarrollo Financiero” (RDF) del Foro Económico Mundial publicado hace solo algunos días, da cuenta de que los Estados Unidos deje de ser el referente en cuanto a desarrollo financiero de refiere, siendo superado por Hong Kong SAR.

*Por primera vez en 70 años y en Estados Unidos dejó de estar dentro del selecto grupo de los países más seguros del mundo en términos financieros.*

bancario.

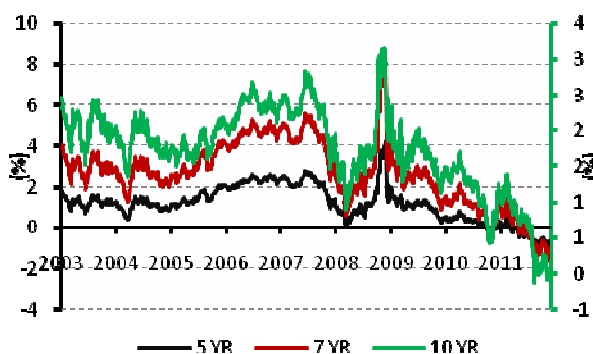
Es de público conocimiento que la última crisis financiera (2008-2010) se debió principalmente a la mala administración del riesgo por parte del sector bancario norteamericano, lo cual desembocó en la quiebra de importantes entidades crediticias de los Estados Unidos, lo cual hoy se evidencia en la caída desde el primer al segundo lugar de los Estados Unidos en el RDF.

La alta frecuencia de crisis bancarias, mal manejo de la deuda pública y el Tier 1 de Basilea<sup>1</sup> es lo que evidencian peor desempeño en el RDF y fue lo que llevó a desbancar a Estados Unidos del tope del ranking.

Hay que recordar que en el año 2011 Standard & Poor's, la clasificadora de riesgo más influyente del mundo, rebajó el rating de deuda de Estados Unidos en un escalón desde AAA a AA+. Con ello, por primera vez en 70 años y en un hecho histórico, Estados Unidos dejó de estar dentro del selecto grupo de los países más seguros del mundo en términos financieros.

Las inquietudes en torno a una nueva contracción del crecimiento, ha llevado a la baja los rendimientos reales de títulos del tesoro nacional durante el 2011<sup>2</sup> y han comenzado a ejercer presión sobre activo riesgosos, dado que los inversionistas comienzan a inclinarse más por los bonos soberanos que por las acciones, por lo cual los mercados accionarios mundiales en especial el de Estados Unidos han retrocedido con respecto a los niveles máximos de antaño.

Fig 1: Curva de rendimiento real Soberano



En la figura 2 se muestra el valor accionario del Dow-Jones, de Estados Unidos, donde se observan muchas fluctuaciones, pero que desde

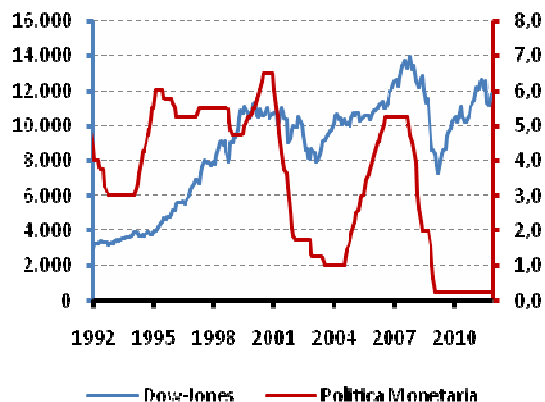
<sup>1</sup> Ratio que mide la fortaleza de una entidad a través de su capital Básico.

<sup>2</sup> Llegando a ser -0.8% y -0.41% para el caso de los bonos soberanos de 5 y 7 años respectivamente

...las empresas actualmente en Estados Unidos están actuando con mucho mayor apalancamiento financiero, lo cual lleva a niveles mayores de riesgos en la economía.

fines de Julio de 2011, ha evidenciado bajas sostenidas en su valor, junto a ello, podemos observar que la tasa de política monetaria de los Estados Unidos, se encuentra en los niveles más bajo desde hace muchos años, se encuentra en 0.25% desde Enero de 2009. Este bajo nivel de tasa de política monetaria ha llevado a que las tasas comerciales de las instituciones financieras tampoco estén muy elevadas<sup>3</sup>, lo que ha generado muchos focos de re-apalancamientos al reducir el costo total del capital que los prestatarios obtienen endeudamientos, lo cual lleva a que los inversionistas recurran al apalancamiento financiero para generar mayores rentabilidades, por ende, las empresas actualmente en Estados Unidos están actuando con mucho mayor apalancamiento financiero, lo cual lleva a niveles mayores de riesgos en la economía.

Fig 2: Tasa de Política Monetaria y Stock market



R  
 respecto al manejo de la deuda pública, se han generado muchas inquietudes en los mercados sobre el la trayectoria fiscal de los Estados

Unidos, después de que en Julio de 2011 dicha deuda llegara a los 14.4 billones de dólares de deuda superando el techo de deuda (14.3 billones de dólares) que tiene el tesoro norteamericano. Lo anterior llevo a un debate inusualmente complicado con los legisladores Republicanos y demócratas que finalmente llevo a acuerdo el 31 de julio de 2011.

Lamentablemente esta aprobación de aumento del techo de deuda ha generado aún más dudas respecto al futuro de la deuda pública norteamericana, ya que con esta nueva holgura, nadie asegura que se tomen medidas pro-disminución de la deuda, sino todo lo contrario, por un lado no se cree que exista cesación de pagos por parte de Estados Unidos, pero por otro lado, el aumento sostenido de la deuda estadounidense no se ve con buenos ojos en los mercados, y sumado a lo que sucede en Europa, una nueva crisis económica financiera puede que esté a la vuelta de la esquina.

El pasado 8 de diciembre un conocido blog llamado London Banker<sup>4</sup> escribe *“Nunca entendí porque la Estabilidad Financiera debería ser un objetivo de política pública. Deseables y medibles realizaciones en beneficio del público deben ser objetivos de la política pública. La Estabilidad es un estúpido e impracticable objetivo en una economía capitalista. Éxitos y fracasos de firmas que compiten entre sí son la base del progreso económico, de la asignación de capitales y de la fijación de precios por el mercado. El capitalismo requiere el reconocimiento del fracaso, y el fracaso siempre causa pérdidas económicas y alguna inestabilidad en tanto que los supuestos del pasado son re-examinados y re-evaluados más objetivamente a la luz de la presente y dolorosa realidad”*

<sup>3</sup>Por ejemplo, para el financiamiento hipotecario de una propiedad de 100.000 dolares la tasa a 30 años es de 3.875%

<sup>4</sup><http://www.londonbanker.blogspot.com/>



---

*“...El capitalismo requiere el reconocimiento del fracaso, y el fracaso siempre causa pérdidas económicas y alguna inestabilidad en tanto que los supuestos del pasado son re-examinados y re-evaluados más objetivamente a la luz de la presente y dolorosa realidad”*

---

De acá se puede deducir algo clave, la Estabilidad Financiera requiere del reconocimiento del fracaso, y de la re-examinación y re-evaluación de los supuestos del pasado y aplicarlos

a la nueva realidad vigente, es por eso que el día en que los Estados Unidos sean capaces de reconocer sus errores y tomar los resguardos para evitar incurrir en ellos en el futuro además de ser más flexible en sus regulaciones para que se adapten a la realidad del día a día, creo que lograran la tan anhelada estabilidad financiera que buscan desde hace años.