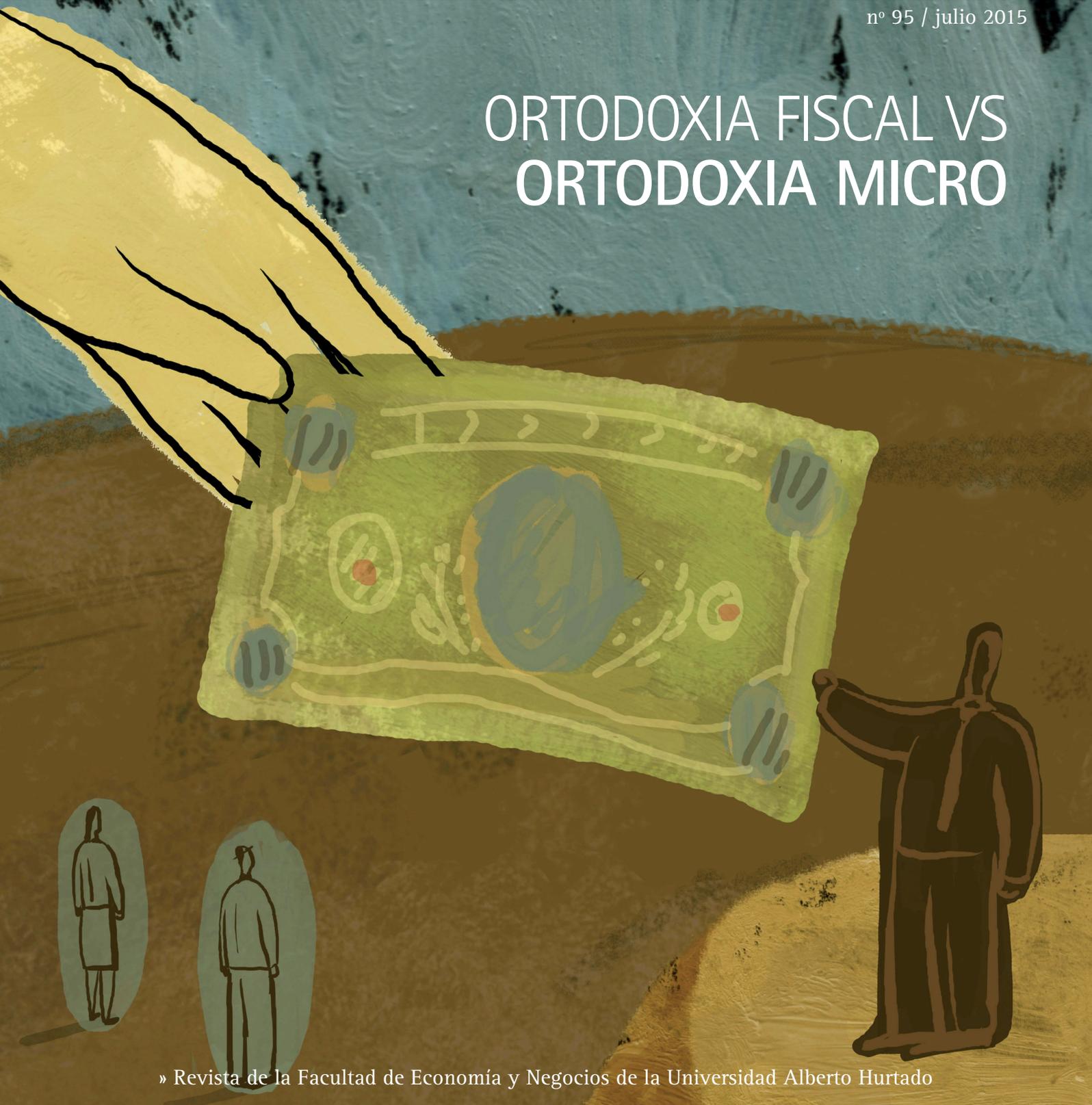




# Observatorio Económico >

nº 95 / julio 2015

## ORTODOXIA FISCAL VS ORTODOXIA MICRO



# ¿PARA DÓNDE VA EL DÓLAR?

Por Carlos J. García\*

Oe



\*Ph.D. en Economía, Universidad de California, Estados Unidos. Académico FEN UAH

Todos los semestres le hago la misma pregunta a mis estudiantes de macroeconomía: si el precio del cobre cae, qué debiera ocurrir con el dólar. La respuesta también es siempre la misma: el dólar sube. Los argumentos de los alumnos son, más o menos, los siguientes: la menor entrada de capitales reduce la oferta de dólares en la economía y por tanto la cantidad de pesos necesaria para comprar un dólar (su precio), lo que conocemos por el "dólar", sube. La respuesta del profesor también se repite: es una buena historia pero no hay evidencia que eso ocurra. La expresión de sorpresa de mis estudiantes es igual generación tras generación y más de alguno no se convence con esta respuesta.

En efecto, parte de los malos resultados en la proyección del dólar es asignar excesiva importancia a ciertas variables económicas conocidas como "fundamentos" que explican esta variable (las tasas de interés, los flujos de capitales, el precio del cobre, el gasto del gobierno, etc.). Existe relativo consenso en la literatura académica especializada en finanzas internacionales que un análisis basado solamente en los valores actuales de estos fundamentos es poco útil e impreciso para proyectar el dólar. Sin embargo, las historias basadas en los fundamentos actuales son tan congruentes y simples que muchos analistas y periodistas las siguen usando profusamente para explicar los movimientos del dólar. Pero la realidad es diferente, estas historias no sirven para entender lo que está ocurriendo con el dólar ni menos para hacer proyecciones sobre esta variable.

Pensémoslo de otra manera, si algún analista tuviera una forma precisa para proyectar el dólar, él o ella ya habrían asegurado su futuro económico hace mucho tiempo, y ya no serían analistas! Esta es la parte de mi respuesta que a mis estudiantes más les gusta y hace sentido. Confieso además, que con este ejemplo, incluso los más incrédulos terminan por aceptar que las historias sobre el dólar son solo eso,

historias.

No obstante, existe alguna evidencia que indica que los tipos de cambios (ejemplo pesos/dólar) responderían a cambios en las expectativas de mercado. Es cierto, que cada vez que la economía entra en una etapa recesiva o de bajo crecimiento, el dólar sube. Por ejemplo, después de la crisis asiática de 1998 y que se materializó en un escenario negativo para la economía chilena, el dólar llegó en promedio a casi 700 pesos el año 2003. Por el contrario, en la medida que la economía comenzó a crecer, en especial después que fue evidente que la crisis financiera del 2008 no afectaría en forma drástica a la economía chilena, el dólar llegó a un poco menos de 500 pesos en promedio en 2011. En otras palabras, considerando un período en que la economía ha mantenido una política monetaria de metas de inflación y tipo de cambio flexible, el dólar ha fluctuado hasta en 200 pesos. Reconociendo las dificultades para proyectar el dólar, este rango es sugerente!

Así, el valor del dólar estaría atado al ciclo de la economía chilena y a su desempeño respecto del resto del mundo. Si así fuera, no deberíamos esperar una caída dramática del dólar en las próximas semanas ya que las expectativas de un escenario negativo para la economía chilena se han materializado en forma definitiva para los próximos meses. Tampoco es claro que sobrepase los 700 pesos, puesto que la economía no ha enfrentado una crisis tan severa como la experimentada en 1998.

Al respecto hay dos hipótesis que compiten para explicar el bajo crecimiento de la economía chilena y las expectativas negativas que generan un dólar alto. Una, es que la economía crece poco producto de una caída definitiva en el crecimiento del PIB potencial. Detrás de esta hipótesis están una serie de factores que han afectado a la economía chilena, por ejemplo altos precios de la energía, baja productividad, la presunción de un menor crecimiento en

China, etc. Todos estos elementos apuntarían a un dólar más alto, pero en forma permanente, es decir, si esta fuera la suposición que debiera definir el crecimiento de la economía chilena, entonces es poco probable que la economía vuelva a tener un dólar de 500 pesos en el mediano plazo.

La otra hipótesis es que la economía chilena está enfrentado un *shock* de inversión transitorio pero persistente. En este caso, las culpables serían las reformas que habrían empeorado el ambiente de los negocios para inversiones de mediano y largo plazo, y la economía internacional que pasa por un ciclo de desaceleración (incluido China). A la sazón, en la medida que esta incertidumbre se despeje y las inversiones retomen la dinámica observada en años anteriores, el dólar podría situarse nuevamente cerca de los 500 pesos.

Es probable que ambas hipótesis tengan algo de verdad. Según antecedentes obtenido del Comité Consultivo del PIB Tendencial, que reúne las estimaciones de los expertos consultados por el Ministerio de Hacienda para la proyección del PIB potencial, la tasas de crecimiento del PIB potencial en la economía se ha reducido permanentemente: desde casi un 5% a principio de la década pasada a un casi 4% en estos años. Por otro lado la inversión ha mostrado tasas de crecimiento negativa o nula en los últimos trimestres. Ambos fenómenos indicarían que el precio del dólar se debería mantener sobre los 650 pesos -por lo menos- en los próximos meses.

En la medida que el alto dólar dinamice al sector exportador, especialmente el no minero, y las expectativas sobre la economía chilena mejoren, el precio del dólar debiera caer. Sin embargo es difícil saber cuál sería su nivel en el mediano plazo. Dependerá si nuestra economía puede volver o no a crecer a tasas cercana al 5%. En ese caso existe una fuerte incertidumbre si los 500 pesos por dólar volverá a ser el valor de referencia o normal de mediano plazo de la economía nacional. ■



\*Ph. D Economía, Universidad de Chicago. Directora del Magister en Economía Aplicada a Políticas Públicas UAH,

Oe

# ORTODOXIA FISCAL VS ORTODOXIA MICRO

Por Andrea Butelman\*

¿Qué es inversión? Si decide instalar en su casa un sistema de energía solar para generar electricidad -con lo que reducirá sus cuentas lo suficiente como para que en algunos años se pague la instalación, seguramente considerará que hizo una inversión. De hecho, la hizo. Para su riqueza -y por ende, para sus decisiones de consumo- tal inversión será equivalente a hacer un depósito a interés en el banco, si este último le diera igual rendimiento.

Suponga ahora que el Estado hace un desembolso en, por ejemplo, un sistema de energía para calefacción más limpia en ciudades que tengan altos índices de partículas en el aire debido a la calefacción a leña. Tal desembolso permitirá en años posteriores, reducir el gasto en salud, aumentar la productividad al evitar eventos de emergencia ambiental, mejorar rendimiento escolar, y varios beneficios más.

Sin embargo, esta inversión tiene una menor probabilidad de realizarse que una inversión financiera, aun cuando esta última tenga menos rentabilidad.

Esa eficiente inversión que resuelve tantos problemas, en palabras de los expertos, "estará sobre la línea"- por lo que el Ministerio de Hacienda la mirará mal ya que contribuye al desbalance estructural. Probablemente eso la mate. Con tal camisa de fuerza, toda inversión o gasto –aunque sea rentable– deberá financiarse o, con una reducción de otros gastos o con nuevos impuestos. Reducir gastos no es tarea simple y hacer reformas tributarias tampoco, por lo que el "gasto" o inversión difícilmente se hará a través del erario público. Se debe enfatizar que es aún más difícil que la hagan los privados. En efecto, estamos frente a una externalidad y los beneficios de la inversión –por ejemplo, menor gasto en salud–, no tienen como ir a los bolsillos de un privado que invierta en ese tipo de calefacción más limpia.

La pregunta entonces es, por qué si un privado compara una inversión financiera y una inversión real sólo en base a su rentabilidad esperada, para el fisco es mucho más fácil inclinarse por una financiera. O en otras palabras, ¿por qué no se pueden realizar desembolsos claramente rentables?

La diferencia entre un consumidor e inversionista privado y el fisco, es que este último, dado su gran peso específico en la economía –y su rol estabilizador– debe preocuparse de cuál será el efecto en las variables macroeconómicas. Así, aunque una inversión o gasto genere suficientes ingresos –o reducciones en otros gastos– para pagar la deuda que genere, va a impactar de igual manera en el gasto global en el corto plazo, lo que puede generar inflación, aumentos del tipo de cambio y, en general, señales que distorsionan las decisiones de los agentes económicos privados. Es por eso que Chile ha adoptado una regla de balance estructural que limita la cantidad de gasto –ya sea inversión o consumo– que puede realizar el sector público.

*"El Fondo Monetario Internacional (Dabán, 2010) define a la regla de balance estructural como la "piedra angular del buen comportamiento fiscal de Chile". Entre las bondades ampliamente documentadas de la Política de Balance Estructural chilena se puede mencionar que ha contribuido*

*principalmente a reducir la volatilidad fiscal y macroeconómica, aumentar el ahorro público durante los ciclos económicos expansivos, reducir las percepciones de riesgo sobre la economía chilena, reducir la volatilidad de la tasa de interés y ayudar a sostener un tipo de cambio real más competitivo y menos volátil, lo que ha permitido resguardar la competitividad del sector exportador a pesar del pronunciado ciclo en el precio del cobre de los últimos años."* (Larrain, et al , 2011)

Entonces, si no se pueden subir los impuestos ni reducir gastos ni tener déficit fiscal, puesto que ello distorsionaría las señales macroeconómicas que a su vez dañan la inversión, ¿cómo podemos financiar esos gastos tan necesarios? La gran tentación: establecer subsidios cruzados. Es decir, lograr que unos consumidores paguen, al menos parcialmente, la cuenta de otros. Esto es especialmente fácil de hacer para el Estado en los sectores cuyas tarifas son reguladas. Por ejemplo, durante muchos años la alta disparidad en los cargos de acceso, fijados por el Estado entre la telefonía móvil y la telefonía fija permitió que la primera creciera más respecto a la segunda y que Chile desplegara rápidamente su red de telefonía móvil. El resultado fue bueno, pero bastante más caro e ineficiente que si se hubiera hecho con sincera transparencia fiscal.

Así, los subsidios cruzados permiten llevar a cabo inversiones o gastos con "impuestos velados". Un ejemplo claro de esto es lo que propone la Comisión Asesora Presidencial para el Estudio y Propuesta de un Nuevo Modelo y Marco Jurídico para el Sistema Privado de Salud que recomendó que el 7% de la –hasta ahora– cotización individual de salud pase a ser un aporte solidario. Este sería claramente un impuesto a los ingresos del trabajo, pero sería dinero que no iría a las arcas fiscales sino que a un fondo común para la salud.

Más allá de lo justa o injusta que se considere esta medida, especialmente, tomando en cuenta que no afecta a los ingresos provenientes del capital, debemos concordar en que tiene los mismos efectos que un impuesto y como tal, debiera evaluarse cuán distorsionador de la economía es versus otros impuestos. No

cabe la menor duda que un impuesto al ingreso salarial, reduce los incentivos a trabajar, incita a la informalidad, y en definitiva tiene efectos perversos en la economía que no tienen por qué ser menores a las distorsiones en las señales macroeconómicas que genera un déficit fiscal, sobre todo si este está financiado por los ingresos futuros de la inversión pública.

Volviendo al caso de la calefacción en las zonas saturadas, una gran tentación es estructurar el mercado del gas natural de forma tal que sean los consumidores actuales los que financien la expansión de redes hacia las zonas a las que este aún no llega. Sin duda, es un impuesto velado, como todo subsidio cruzado. Y muchos pueden pensar que hay una suerte de justicia social en ello. Sin embargo, más allá de las ineficiencias que surgen de las señales de precio que se entregaría a los consumidores finales del gas, debemos recordar que el gas también es utilizado con fines productivos y que nuestro país tiene graves problemas de competitividad por los altos precios de la energía. Así, cargarle a las empresas productivas el costo de reducir el uso de la leña en las ciudades del sur parece altamente ineficiente. Una política de este tipo no tiene por qué ser menos dañina para la inversión que un aumento en el "balance estructural".

¿Significa eso que debemos eliminar la regla de balance estructural? Por supuesto que no. Pero tampoco podemos suplir sus falencias distorsionando las señales microeconómicas que determinan la asignación de recursos.

Un país que tiene problemas angustiantes como la contaminación– cuya solución reduce con certeza gastos en el futuro inmediato–y, por tanto, no generará déficit alguno– no debe cerrarse a hacerlos,– en forma priorizada y gradual– aunque arriesgue en algún grado la estabilidad macroeconómica en el corto plazo,, en vez de distorsionar la microeconomía para siempre.

Por último, es claro que es preferible hacer estos gastos en épocas de menor crecimiento, y diferenciar aquellos que tienen más impacto en el gasto interno de aquellos que tienen menos. ■

Larrain, F., R. Costa, R. Cerda, M. Villena, A. Tomaselli, "Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile"



\*PhD. Economía Universidad Tilburg y académica FEN UAH.

## Radiografía del Riesgo Sistémico en los bancos chilenos

Por Consuelo Silva Buston\*

El riesgo sistémico es la amenaza de que la quiebra de un banco se propague al resto del sistema financiero provocando la caída de otros bancos. En esta columna queremos entender más profundamente este riesgo en el contexto del sistema financiero chileno.

Un aumento en el riesgo sistémico puede surgir de diversas fuentes. Primero, las instituciones financieras presentan conexiones directas -por ejemplo, por transacciones en el mercado interbancario o de derivados- por lo que un shock a una parte del sistema puede fácilmente extenderse a otros sectores. Segundo, las instituciones financieras también están indirectamente relacionadas. Tienen a llevar a cabo actividades similares o presentan homogeneidad en otras dimensiones -por ejemplo, en sus sistemas de gestión del riesgo o comportamiento en manada (*herding*)-, las cuales amplifican el impacto de *shocks* comunes.

El monitoreo y contención de este riesgo en los sistemas financieros es muy importante para el buen desarrollo de la economía ya que el efecto dominó de las caídas de instituciones financieras puede generar daños importantes en la funcionalidad del sistema financiero en cuanto a su capacidad de otorgar créditos. Lo que genera costos importantes en términos de crecimiento. Un ejemplo reciente de este fenómeno es el del sistema bancario de Estados Unidos, que tras una seguidilla de quiebras de bancos durante 2007-2009, generó una recesión de la que aún quedan rezagos.

### MIDIENDO RIESGO SISTÉMICO EN CHILE

Actualmente en Chile las entidades reguladoras del sistema financiero, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y el Banco Central, utilizan algunos indicadores como proxy para

monitorear el nivel de riesgo sistémico en el sistema financiero. Entre estas medidas se encuentran las correlaciones entre crecimiento de crédito y crecimiento del PIB, y entre préstamos comerciales o de consumo y consumo privado. Estas medidas son útiles para tener una idea general de la salud del sistema financiero. Sin embargo una medida más precisa y a nivel micro puede entregar mejor información para políticas macro prudenciales<sup>1</sup> de contención de este riesgo.

En esta columna mostramos el riesgo sistémico del sistema chileno con una medida más precisa a nivel de banco. Es decir, buscamos identificar qué bancos se encuentran más interconectados con el resto del sistema financiero, por lo que su hipotética quiebra podría afectar negativamente, con mayor probabilidad, a otros bancos. Como proxy de este riesgo a nivel de institución financiera, se usa la medida de riesgo sistémico introducida por Schaeck et al. 2013. Esta medida "limpia" la homogeneidad o conexiones interbancarias que son atribuibles a estrategias de diversificación comunes. Es decir, mide las fuentes de riesgo sistémico que son directas (e.g. transacciones en el mercado interbancario) y la homogeneidad indirecta entre bancos que no corresponde a diversificación (e.g. comportamiento de *herding* o de manada). La ventaja de esta medida entonces, es que mide sólo la parte negativa de dichas interconexiones. Esto dado que una mayor diversificación es un componente positivo en términos de estabilidad pues disminuye la probabilidad de quiebra individual de los bancos.<sup>2</sup> Idealmente esta proxy se calcula basada en los precios de las acciones de los distintos bancos. Sin embargo, en Chile muy pocas instituciones están listadas en la bolsa. Por lo tanto, usaremos datos contables para su cálculo.

En primer lugar, queremos identificar qué bancos impondrían una mayor amenaza al sistema. Con esta medida, elaboramos un ranking de las distintas instituciones al año 2013 con respecto a su aporte al riesgo sistémico. En la tabla 1 vemos que el mayor aporte lo hace el Banco de Chile, seguido del Banco BICE y CorpBanca, todas instituciones grandes y actores importantes en nuestro sistema. Esta elevada posición en el ranking indica que la eventual caída de estos bancos podría generar fuerte inestabilidad en el sistema financiero chileno. Por el

contrario, y como es de esperar, los bancos extranjeros son los menos correlacionados con el resto del sistema por lo que su caída no impondría una amenaza considerable.

Ranking	Banco
1	Banco de Chile
2	Banco BiCE
3	CorpBanca
4	BCI
5	Banco Security
6	Banco Ripley
7	BBVA
8	Banco Santander Chile
9	Banco Falabella
10	Scotiabank Chile
11	Banco Itau Chile
12	Banco Paris
13	Banco de la Nacion Argentina
14	Banco Consorcio
15	Deutsche Bank (Chile) SA
16	Banco Internacional
17	Bank of Tokyo
18	Banco Penta
19	JP Morgan Chase Bank
20	Banco do Brasil S.A.
21	HSBC Bank (Chile)
22	Rabobank Chile

¿Qué tipo de bancos entonces podrían imponer una mayor amenaza al sistema? El gráfico 1 muestra el promedio anual de riesgo sistémico por categoría de banco: multigrandes, multimedianos, *retail* y otros. Un primer punto importante es que la interconexión de los bancos fue la más alta durante el período de crisis 2007-2009, siendo el mayor aporte a este riesgo el de los bancos multigrandes, seguidos por los multimedianos<sup>3</sup>. Se observa también que a pesar de haber disminuido considerablemente después de la crisis, el aporte de este tipo de bancos al riesgo sistémico ha aumentado durante los últimos años, no así los otros bancos (principalmente los bancos extranjeros) quienes presentan una menor volatilidad en sus niveles de riesgo a lo largo del tiempo. Por lo tanto, los reguladores deberían poner especial atención en el monitoreo de los bancos multigrandes y multimedianos. Afortunadamente, el sistema financiero chileno es robusto y bastante estable, y pese a que los niveles de riesgo aumentaron durante la crisis, el sistema no se vio muy afectado gracias a los altos niveles de capitalización (y que aún se mantienen) de los bancos en el país.

En línea con la evidencia encontrada para otros países, el tamaño de los bancos jue-

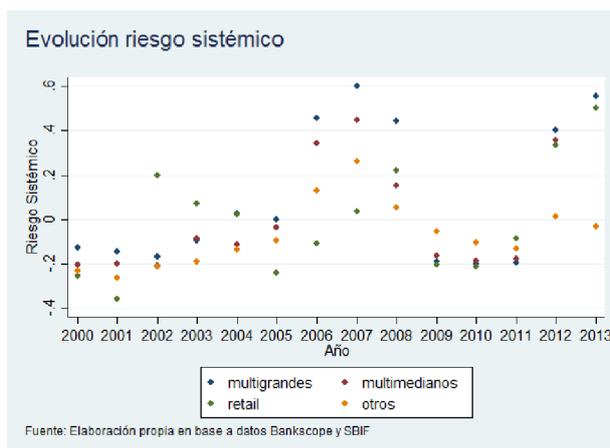


Gráfico 1

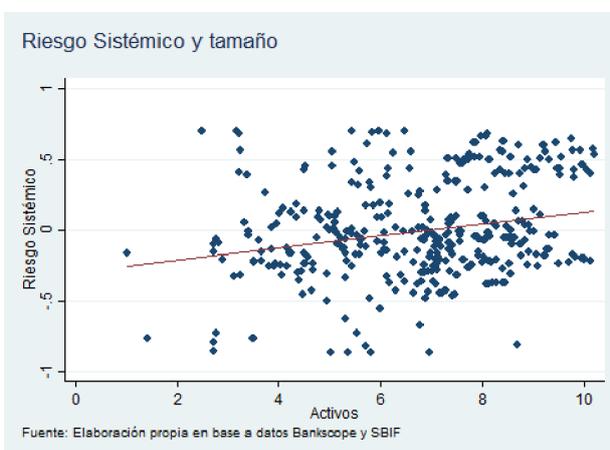


Gráfico 2

ga un rol importante en el nivel de riesgo que imponen al sistema. Esta relación es ilustrada en el gráfico 2. Como vemos, parece haber una relación positiva entre tamaño del banco, medido como el total de sus activos (en billones de US\$), y el riesgo que imponen al sistema. Este resultado es intuitivo: bancos más grandes tienen, por ejemplo, un rol protagónico en los mercados interbancarios y son importantes actores en los mercados de derivados. En este sentido parecen necesarias, también en el contexto chileno, las medidas propuestas por reguladores internacionales con respecto a resguardos adicionales, como mayores requerimientos de capital para los bancos de mayor tamaño.

Esta primera radiografía del riesgo sistémico en el sistema bancario chileno deja de manifiesto que se debe instalar esta discusión en la agenda regulatoria y destaca la importancia de que mejoras en la medición de riesgo sistémico es un primer paso para avanzar en la calidad de las reformas en la regulación bancaria. Si bien en Chile se han

dado pasos para avanzar en la regulación bancaria -se creó un Consejo de Estabilidad Financiera-, y las entidades reguladoras se encuentran activamente analizando los próximos pasos a seguir para ponernos al día con respecto a la agenda regulatoria, aún estamos considerablemente atrasados con respecto a el monitoreo de este riesgo en relación a países desarrollados. ■

<sup>1</sup> Aquellas políticas tendientes a limitar riesgos financieros sistémicos.

<sup>2</sup> Schaeck, Silva Buston, Wagner 2013 The Two Faces of Interbank Correlation, EBC Discussion Paper; Vol. 2013-015.

<sup>3</sup> Este incremento en el riesgo durante este período también fue mostrado por Avanzini y Jara (2013).



# UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO

## FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

### Magíster

- Economía Aplicada a Políticas Públicas / Doble grado con Fordham University
- Gestión de Personas en Organizaciones
- MBA - Administración de Empresas / Opción de obtener el grado de Master of Science in Global Finance – Fordham University
- Economía / Doble grado con Georgetown University

### Diplomados

- Finanzas Globales
- Gestión Estratégica de las Relaciones Laborales
- Gestión Archivística
- Consultoría y Coaching
- Gestión de Personas
- Dirección y Gestión de Empresas
- Estrategia y Gestión de la RSE
- Certificación en Coaching Organizacional

### Carreras Continuidad de Estudios

- Ingeniería Comercial – programa vespertino
- Contador Público Auditor – programa vespertino

### Carreras de Pregrado

- Ingeniería Comercial
- Contador Público Auditor
- Gestión de la Información, Bibliotecología y Archivística

[www.uahurtado.cl](http://www.uahurtado.cl)