

LA TASA DE INTERÉS

En números pasados de este informativo nos hemos referido al tipo de cambio real. En este número nos referimos a la tasa de interés real. Las predicciones tanto para el tipo de cambio como las que haremos para las tasas de interés corresponden a lo que CB Capitaless estima es el equilibrio de largo plazo. En ningún caso pretendemos predecir lo que ocurrirá en las próximas semanas, sobre todo si esto depende en gran medida de las políticas que adopte la autoridad.

La tasa de interés, como el tipo de cambio real, es uno de los precios clave de la economía. Al afectar prácticamente todas las decisiones que los agentes económicos toman, una distorsión en la tasa de interés, por pequeña que sea, tiene grandes costos sociales. Al afectar los procesos de inversión en capital físico y humano, dichos costos perduran por muchos años.

En estas líneas hemos insistido en la importancia que las señales que enfrentan los agentes (como el nivel de la tasa de interés o el valor del tipo de cambio) sean las correctas. Cuando es así, las

decisiones que toman las personas son las que maximizan el bienestar total del país. No se requiere ninguna corrección, estabilización o señal adicional por parte de la autoridad.

El tipo de cambio real ha caído en los últimos años. Sin embargo, el peso chileno todavía muestra una gran devaluación respecto a su nivel de equilibrio en relación a las monedas de los países desarrollados. Con la tasa de interés sucede algo parecido. Mediante encajes y otras trabas que serían impensables para el comercio de bienes, el Banco Central ha logrado mantener la tasa de interés interna alrededor de 2,9% por sobre las internacionales⁽¹⁾. Es difícil pensar que el riesgo país sea mayor a 1% (ver Cuadro), lo que implica que el diferencial de tasas entre las internacionales y las nacionales corregidas por riesgo país es de 1,9%. Para poder apreciar la distorsión en toda su magnitud esto significa que el precio interno del capital es un 42% superior al que debería ser. La distorsión en las tasas cortas es aún más impresionante: la diferencial corregida por riesgo país resulta ser de 3,13% o un 193%.⁽²⁾

Emisión de Bonos de Empresas Chilenas en el Exterior

EMISOR	FECHA	MONTO (MMUS\$)	PLAZO AÑOS	TASA	SPREAD	INSTRUMENTO REFERENCIAL
Endesa	27/1/97	220	40	7.325%	0.78%	10 year U.S. Treasury note
Endesa	27/1/97	230	30	7.910%	1.05%	30 year U.S. Treasury note
Endesa	27/1/97	200	100	8.130%	1.27%	30 year U.S. Treasury note
CTC	22/7/96	200	10	7.661%	0.83%	10 year U.S. Treasury note
Pehuenche	26/4/96	170	7	7.520%	0.90%	7 year U.S. Treasury note
Guacolda	23/4/96	100	5	7.600%	1.35%	5 year U.S. Treasury note
Guacolda	23/4/96	80	7	7.950%	1.55%	7 year U.S. Treasury note
PROMEDIO					1.10%	

Es importante destacar que los errores de política que mantienen esta distorsión en las tasas de interés son en esencia los mismos que mantienen al tipo de cambio real fuera de equilibrio.

Como las tasas internas han estado por muchos años fuera de equilibrio, las personas se han acostumbrado a observar tasas libres de riesgo de 6% anual o incluso mayores¹⁾. Como referencia, considere que el promedio para este siglo de la tasa libre de riesgo real en EE.UU. es de 0,6%, lo que no debería sorprender puesto que en equilibrio la tasa de interés refleja el costo para las personas de posponer consumo, el cual no debiera ser muy alto.

Lo interesante de todo esto es que al igual que en el caso del tipo de cambio real, las tasas van a bajar quiéralo el Banco Central o no. Más vale entonces acostumbrarse a ver las tasas cortas libre de riesgo más cerca del 2% que del 7% actual. Esto suponiendo que el riesgo país no cambia, lo cual es sumamente improbable. Lo que se debe evitar es que la autoridad prolongue más de lo necesario esta distorsión. Las tasas largas deberían caer en magnitudes similares. Al ser las tasas largas un promedio de tasas cortas en el futuro, ellas deberían caer una vez que los agentes internalicen estos efectos, independiente de la política que siga el Banco Central respecto a las tasas cortas. El que no lo hayan hecho todavía es extraño y probablemente tiene que ver con las señales que da el instituto emisor respecto a lo que sería la tasa de equilibrio para Chile.

A pesar de que el Banco Central sostiene que en el largo plazo las tasas internas van a converger a las internacionales, se debe tener claro que posponer este ajuste tiene, como hemos señalado, claros costos sociales.

Los argumentos que se dan para eliminar las trabas a la entrada de capitales son curiosos por decir lo menos. Detrás de todos ellos está el siguiente argumento: si se dejara la tasa libre subiría el gasto lo que produciría inflación y un déficit intolerable en cuenta corriente.

Este argumento es curioso puesto que es equivalente a decir que la tasa de interés de equilibrio produce desequilibrio en la economía, es decir, no es de equilibrio. Dejemos de lado la notable asociación entre variables reales (gasto y tasa de interés vs. inflación) por no resistir análisis alguno. Es obvio que al bajar la tasa de interés aumenta el gasto. De hecho eso es lo que lo hace beneficioso. Lo mismo sucede con el déficit en cuenta corriente: el equilibrio para un país con buen nivel de capital humano y escaso capital físico, causado por errores de política en el pasado, es que tenga un déficit importante en cuenta corriente. Esto está avalado por la experiencia de todos los países que se han desarrollado a lo largo de la historia. Ahora bien, podría argumentarse que debe existir un déficit pero sólo de una magnitud similar a la que tenemos hoy, ya que uno mayor causaría problemas. ¿Cómo, entonces, podemos determinar el déficit en cuenta corriente de equilibrio? Muy simple: es aquel que se produce cuando los precios, incluida la tasa de interés, están en equilibrio.

Por lo tanto, si las personas compran muchas televisiones y autos e invierten mucho al caer la tasa, eso es precisamente lo que es beneficioso para el país.

Por último alguien podría decir que lo que pasa es que la tasa internacional corregida por riesgo no es la tasa de equilibrio para Chile. Esto sería como decir que el precio de equilibrio de los autos no es el precio al cual los vende la compañía que los fabrica más el costo del transporte.

Sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de equilibrio de largo plazo seguiremos hablando en el futuro. Creemos que no hay decisión económica relevante a nivel de empresas y personas que no pase por un análisis y proyección de estas variables. En este informativo hemos expuesto nuestra teoría y esperamos que lo que aquí se afirma de paso a un debate serio en que cada uno exponga su teoría para poder juzgarla según sus méritos. El Departamento de Estudios de CB Capitaless está disponible para discutir en detalle estas ideas.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS
CB CAPITALES

¹ La diferencial se obtiene de comparar los bonos indexados por inflación a 10 años del tesoro americano con los PRC a 10 años.

² Comparación de las tasas Money Market a 90 días en EE.UU. deflactadas por la inflación implícita en los bonos a 10 años con las tasas de depósito a 90 días en Chile.

³ Estas altísimas tasas explican el mal acostumbramiento de las AFP respecto a la rentabilidad de los fondos y la polémica sobre la rentabilidad de las concesiones de obras públicas. El retorno final de los fondos se parece más a un 2% que a un 6% una vez que uno incluye el costo de la distorsión en la tasa más los impuestos que finalmente pagan los intereses de los papeles del Banco Central, costos que obviamente asumen los mismos afiliados.

¿Y QUÉ PASÓ CON LA CORRELACIÓN CON WALL STREET?

No hace muchos días nuestro mercado descubrió que era posible relacionar el comportamiento de los índices accionarios locales con lo que sucedía en Nueva York. Los más aventureros llegaron a establecer nuevas correlaciones entre los movimientos de ambas bolsas. En pocos días, como reacción lógica a este descubrimiento, convertimos las decisiones del Federal Reserve de EE.UU. en el elemento de análisis más importante para nuestro mercado accionario. Poco alcanzó a durar la utilidad de este descubrimiento, cuando ya todos íbamos camino a ser expertos en política monetaria de Estados Unidos, un simple rumor de tasas a nivel local hizo trizas cualquier correlación que pudo existir entre estos dos mercados.

Resulta difícil hablar de los movimientos de la bolsa. Más aún si no se entiende realmente lo que está sucediendo. Son en estas oportunidades cuando vemos a los analistas del mercado agudizar su imaginación para producir el "efecto de la semana". En los primeros días de abril el efecto "crece dependencia con Wall Street" había sucumbido al efecto "IMACEC se proyecta bajo, por ello bajarán las tasas". Efecto que a mediados de dicho mes ya parecía haber sufrido la misma suerte de su antecesor.

Quienes entienden de análisis estadístico, conocen lo peligroso que resulta generar modelos de comportamiento, ya sea de precios de acciones, de variables económicas, etc., a partir de la observación casual de datos. Obtener tendencias con unas pocas cifras son una excelente herramienta para explicar a la perfección lo que ha sucedido en el pasado, pero raras veces resultan de utilidad para proyectar el futuro.

Un modelo parte de una hipótesis teórica la cual se comprueba o rechaza con los datos, no vice versa. Lo que plantearemos en este informe es precisamente una hipótesis de comportamiento. Sólo la evidencia, y bastante evidencia, nos dirá cuán acertados o errados estamos.

¿Qué sabemos del modelo de comportamiento de nuestro mercado accionario?

Hipótesis Comportamiento Inversionistas Locales:

- Inversionistas institucionales están sobrepuestos a los movimientos de la bolsa local, en particular en algunos sectores de acciones.

- Sobrexposición genera desutilidad significativa para dichos inversionistas, como quedó demostrado con la reacción del mercado frente a la rentabilidades negativas mostradas por parte del sistema de AFP durante 1995.
- Dada la relación alto riesgo (producto de la poca diversificación) y bajo retorno de la bolsa local, ésta resulta cara para los inversionistas institucionales locales.
- Tamaño de inversionistas y baja liquidez del mercado les impide vender posiciones sin afectar precios, por ello, frente a ausencia de demanda externa, éstos se limitan a mantenerse al margen de la bolsa, lo que se traduce en caída de volúmenes transados.
- Dada la relevancia de estos inversionistas, ceteris paribus, no existen razones para que la bolsa local muestre comportamiento ascendente en el mediano plazo, tampoco para que los volúmenes transados se incrementen significativamente en forma permanente. Cualquier movimiento al alza provocado por noticias locales (baja de tasas, buenos resultados de empresas, etc.) resulta pasajero, no logrando establecer tendencia de mediano plazo.

Hipótesis Comportamiento Inversionistas Extranjeros

- Tamaño de mercado local hace irrelevante para los inversionistas extranjeros distinguir a Chile del resto de Latinoamérica. Cambios en la ponderación relativa de Chile en portafolios regionales tienen efectos marginales.
- Un mejoramiento sostenido de las economías de Argentina, Brasil y México incrementará la entrada de fondos a toda la región, lo que repercutirá en todas las bolsas.

Hipótesis perspectivas de mediano plazo

- Predominancia de inversionistas locales hace que la bolsa se mantenga sin tendencia definida, dando paso a alta volatilidad como respuesta a hechos puntuales (¿efecto de la semana?).
- Elemento clave para la recuperación de la bolsa local es la entrada abundante y sostenida de capitales hacia la región.

Evidencia preliminar

Las bolsas latinoamericanas siguen un comportamiento bastante similar en sus índices bursátiles. Este comportamiento mantiene consistentemente un desfase entre bolsas que generalmente fluctúa entre un par de días a una semana. A través de un análisis del comportamiento comparativo de retornos para los índices bursátiles de Chile, Argentina y México, durante el año 1995, 1996 y lo que va corrido de 1997, se encuentran interesantes hechos.

Durante el año 1995 el desfase de los cambios de tendencia entre los índices de la región fue prácticamente nulo. Durante 1996 fue el índice bursátil mexicano el que lideró y marcó la tendencia de los otros dos restantes, seguido por el índice bursátil argentino y luego por el índice bursátil chileno. En lo que va

de este año, el ranking ha mostrado ciertas variaciones, siendo la bolsa argentina la que primero ha mostrado signos de cambio en su tendencia, seguida por la bolsa de México y finalmente por la bolsa chilena.

El análisis temporal de la curva de flujo de fondos americanos hacia Latinoamérica, permite contrastar este flujo de capital con las alzas o bajas de las bolsas americanas. Para el año 1996, toda vez que los flujos de capital eran positivos hacia la región, las bolsas comenzaban a subir, siendo lideradas por la bolsa mexicana. Similar efecto ocurría en caso contrario, cuando el flujo de capital era negativo hacia la región, las bolsas latinoamericanas bajaban, lideradas por la mexicana.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS
CB CAPITALES



Apoquindo 3039 - Piso 10 - Las Condes - Santiago - Chile
Fono: (562) 230 0500 - Fax: (562) 230 0591
E-mail: capitales@cb.cl
Internet: www.cb.cl/capitales

CB FONDOS MUTUOS
Apoquindo 3039 - Piso 9
Fono: (56 2) 230 0401

CB CORREDORES DE BOLSA
Apoquindo 3039 - Piso 9
Fono: (56 2) 230 0401
La Bolsa 64 - Oficina 101
Fono: (56 2) 230 0470

CB FACTORING
Providencia 2653 - Piso 17
Fono: (56 2) 230 0810

CB MUTUOS HIPOTECARIOS
Providencia 2653 - Piso 17
Fono: (56 2) 230 0840

AREA INTERNACIONAL

SERBANCO
Paseo La República 3295
San Isidro - Lima, Perú
Fono: (51 1) 442 2980

SERFACTORING
Paseo La República 3295 - Piso 5
San Isidro - Lima, Perú
Fono: (51 1) 222 9000

CREDITO REAL
Prolongación Ingenieros Militares 156
Colonia San Lorenzo
Tlaltenango, México DF.11210
Fono: (52 5) 228 9700