

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 413, 20 de Diciembre de 2007

AL INSTANTE

PROYECCIONES DICIEMBRE 2007: SE PROFUNDIZA CRISIS DE CRÉDITO

En Diciembre, la turbulencia y las intervenciones de los principales bancos centrales han continuado. Más aún, la reducción en la tasa de federal funds de 25pp a 4,25%, el día 11 de Diciembre, contribuyó a acentuar la volatilidad y la tensión de los mercados financieros, esa misma tarde, lo que se reflejó en fuertes caídas de las bolsas, a nivel global.

Con la medida anterior, que no estuvo a la altura de las expectativas de los mercados e inversionistas, porque esperaban una caída de 50pb, un consenso más amplio y menos divisiones de criterios, se lograron efectos opuestos a los que sugiere perseguir la Fed, en el “press release” del 11 de este mes.

En días posteriores al 11 de Diciembre, se ha observado que resurge la preocupación del Fed por la inflación, lo cual reduce su capacidad de maniobra para bajar la tasa de interés de referencia y acentúa la incertidumbre. Los dos objetivos del Fed, estabilidad financiera e inflación, han empezado a contraponerse.

El comunicado de prensa de la Fed reconoce las tensiones crecientes de los

mercados. En su segundo y cuarto párrafo señala que hará todo lo necesario para promover la estabilidad de precios y el crecimiento económico sostenido. Las medidas tomadas por la Fed no parecen, en esta oportunidad, favorecer esos objetivos de estabilidad y crecimiento. El Fed quedó algo rezagado respecto a la curva, en cuanto a la magnitud de la rebaja de tasa y a las condiciones establecidas para el redescuento.

Al día siguiente, vale decir, el 12 de Diciembre, la Fed anunció una nueva facilidad para el redescuento (discount rate), que será conjunta, con otros Bancos Centrales, como los de Europa, Canadá, Suiza y Japón (Facilidad Conjunta).

En la decisión del Fed del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) hubo un miembro, Eric S. Rosengren, que prefirió bajar la tasa referencial en 50pb y el resto votó por la baja de 25 pb, que fue aprobada. En cuanto a la rebaja de la tasa de redescuento(25pb), ésta se aprobó por unanimidad, a solicitud de los directores de los Bancos de Reserva de Nueva York, Filadelfia y Cleveland.

La “Facilidad Conjunta” y las nuevas medidas incluyen cuatro subastas por US\$ 40.000 millones, en total, para los mercados financieros de Estados Unidos; una línea de crédito, aprobada por la Fed para el BCE por US\$ 20.000 millones y otra por US\$ 4.000 millones, para el Banco de Suiza. Además de lo anterior, habría una revisión también conjunta, para remover las regulaciones que estén obstaculizando la disponibilidad y transferencias de liquidez.

Todo este conjunto de medidas de tasas, liquidez y regulaciones, no generaron confianza en los mercados y han sido, en cierto sentido, un fracaso.

El problema de fondo es que continúa presente el velo de la incertidumbre sobre las próximas pérdidas de los bancos e instituciones financieras. Hasta el momento, se han informado pérdidas por cerca de US\$ 80 mil millones, pero éstas se estiman, por ahora, entre US\$ 200 y 300 mil millones, de acuerdo con la OECD y otros analistas privados.

La confianza y los flujos de liquidez se recuperarán cuando los agentes del mercado perciban transparencia en el mercado, es decir, cuando se haya informado la totalidad de las pérdidas y amortizaciones, todavía ocultas, lo que debería tener lugar a fines de Febrero o Marzo. Mientras tanto, continúa la tensión y volatilidad en los mercados de valores y de créditos.

Otro hecho negativo ha sido la falta de viabilidad del “Superfondo”, que intentaban crear Citigroup, JP Morgan y Bank of America, por US\$ 75 mil millones, para comprar sus vehículos de inversión estructurados (SIV) (off balance) fuera del balance de los bancos. Posiblemente, este fondo es insuficiente, distorsiona el mercado y da señales negativas, en medio de la crisis de crédito.

En los últimos días el banco suizo UBS resolvió castigar otros US\$ 10 mil

millones y el Citigroup anunció la incorporación de US\$ 49 mil millones de “structured investment vehicles” (SIV) “off balance” a su balance.

Un hecho positivo ha sido el hallazgo de un líder para el Citigroup, Vikram Pandit, que sacará del inmovilismo al mayor banco de Estados Unidos y ha prometido “hacer una objetiva y desapasionada revisión, de todos los negocios de Citigroup”.

Mientras tanto, infortunadamente, se está produciendo un círculo vicioso en las economías, en el cual la liquidez insuficiente reduce el valor de los activos, afecta el capital de los bancos, reduce la oferta de crédito y contrae la demanda agregada, en un proceso que se autoalimenta y agrava las pérdidas y la crisis de crédito, pudiendo contagiar la economía real vía consumo y empleo.

Las medidas de los bancos centrales son percibidas por los analistas y los mercados, como rezagadas en el tiempo (time lags), mientras la dinámica del círculo vicioso, antes descrito, avanza indefectiblemente.

Se rumorea en los mercados, con efecto negativo, que la “facilidad conjunta” de los bancos podrían ser la antesala para una necesidad de intervenir en los mercados cambiarios, para apoyar al dólar, en un caso extremo de depreciación desordenada. El Secretario del Tesoro Hank Paulson, últimamente ha estado hablando de un dólar fuerte para los Estados Unidos y descarta una intervención cambiaria. Por ahora, ha estado depreciándose gradualmente, lo cual ayuda a la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Algunos economistas han empezado a hablar de la historia de las intervenciones monetarias y cambiarias, y bajo qué condiciones económicas y financieras se hicieron, como es el caso del Acuerdo del Louvre, en Francia y del Acuerdo del Plaza,

en New York, que se estiman efectivas. Sin embargo, sería una gran inconsecuencia, que los países desarrollados intervinieran en sus mercados cambiarios y por otra parte exigieran libertad y flexibilidad cambiaria a China y otras economías de Asia.

Los bancos centrales están empezando a experimentar una mayor sensibilidad, en un doble aspecto, que perciben separadamente y que determina sus acciones respecto a la estabilidad macroeconómica y el control de la inflación, que empieza nuevamente a elevarse, impulsada por los precios de los alimentos y la energía. Esta situación hará menos intensa y más lenta la intervención monetaria de los bancos centrales y probablemente más intensa y prolongada la volatilidad.

La nueva facilidad conjunta del Fed: Term Auction Facility (TAF) y las operaciones financieras anunciadas en Canadá y Europa serán compensadas, para asegurar que las tasas de política monetaria permanezcan cerca de las metas establecidas y evitar las tensiones en la liquidez que afloran hacia fines de año.

La mezcla de las operaciones del Fed: por una parte, la ventana de descuento a través de innovadoras operaciones TAF con remates de fondos, y la provisión de fondos en dólares a los bancos centrales europeos, si bien no son de gran dimensión, dan una señal importante, en el sentido que los bancos centrales principales están comprometidos a realizar acciones coordinadas y agresivas para enfrentar las tensiones de los mercados monetarios.

La información económica más reciente, en Estados Unidos, sugiere que los préstamos bancarios continuaban creciendo a comienzos de Diciembre y tanto el gasto del consumidor como de las empresas no ha sido disminuido significativamente como resultado de las condiciones de crédito más apretadas.

En Europa, el boletín del Banco Central Europeo, sugiere también, que los créditos corporativos y al consumidor no han sido afectados significativamente por la turbulencia financiera.

Una preocupación que se ha presentado con fuerza, en Noviembre, es la inflación. Los precios al consumidor de Estados Unidos y Europa traen el mensaje de que la inflación global alcanzará un nivel muy alto, el más alto de la década, cercano al 3,5% anual, en los meses futuros. Por otra parte, la inflación subyacente, sin precios de alimento y energía, está en torno a 2%, es decir en el límite o sobre el límite de la zona satisfactoria para la banca central.

La economía de Estados Unidos, de acuerdo a cifras de Noviembre, continúa creciendo, pero más lentamente. La proyección de expansión, para el cuarto trimestre es de 1,5% entre trimestres, y para el primer trimestre 2008, la cifra proyectada de crecimiento es más baja, cercana al 1,0%.

El empleo continúa a buen nivel, a través de diversos indicadores. Las ventas al por menor de Noviembre crecieron en 1,2% para el total y 1,8%, excluidos autos. La producción industrial de Noviembre se elevó un 0,3% y la manufactura 0,4%, los equipos para negocios aumentaron 0,9% y la capacidad utilizada se situó en un 81,5%.

En cuanto a la confianza del consumidor, Noviembre tuvo nivel de 76,1, pero las expectativas bajan a un 66,2% para meses venideros. Las expectativas de inflación también han ido subiendo en los últimos tres meses.

Los flujos de comercio muestran coherencia con la desaceleración de la economía norteamericana. El déficit en Octubre aumentó sólo por incremento de precios del petróleo, de US\$ 57,1 mil millones a US\$ 57,8 mil millones.

En conclusión la crisis de crédito en Estados Unidos y Europa continúa su desarrollo, generando una mayor intervención, coordinada con otros bancos centrales del Federal Reserve. Aún queda bastante por develar en el sector bancario y financiero, en esto se avanzará en el 1er trimestre del próximo año.

El nuevo brote de inflación, con una tasa subyacente de 2,3% anual, en Noviembre, excede el límite de 2% de la Fed y tiende a limitar su capacidad de maniobra con la tasa de interés, para estabilizar al sector financiero. Lo anterior se complementa con una economía, en USA, relativamente fuerte y en expansión.

Los efectos de la crisis de crédito ya se están sintiendo en Chile, en el sector financiero, con mayores costos y menor disponibilidad de crédito, en las industrias que exportan materiales de construcción a Estados Unidos, y en las proyecciones de crecimiento de la economía chilena para el próximo año, ajustadas a la baja. Los commodities todavía están firmes, pero pueden empezar a debilitarse.

El tipo de cambio en Chile está también afectado, por el diferencial de tasas de interés de Chile y Estados Unidos y toca negativamente al sector exportador, en general ♦

**Cuadro N° 1:
Economías Mundiales**

	% Economía Mundial (PPC 2006)	PIB (Var.%)					Inflación Var.% 12 meses					Cuenta Corriente Como % PIB				
		2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007p	2008p
TOTAL G7	40,4%	2,9	2,3	2,7	2,1	2,2	2,0	2,3	2,3	2,0	1,9	-1,8	-2,3	-2,4	-2,0	-2,2
USA	19,7%	3,6	3,1	2,9	2,0	2,4	2,7	3,4	3,2	2,7	2,3	-5,5	-6,1	-6,2	-5,7	-6,1
Japón	6,3%	2,7	1,9	2,2	2,0	1,9	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,4	3,7	3,6	3,9	4,6	3,9
Alemania	3,9%	1,1	0,8	2,9	2,6	2,2	1,8	1,9	1,7	2,0	1,7	4,3	4,6	5,1	4,6	4,2
Francia	2,9%	2,5	1,7	2,2	1,8	1,9	2,3	1,9	1,7	1,4	1,7	0,1	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7
Italia	2,7%	1,2	0,1	1,9	1,8	1,4	2,3	2,2	2,1	1,8	2,0	-0,9	-1,5	-2,4	-2,0	-1,9
Reino Unido	3,2%	3,3	1,8	2,8	2,9	2,0	1,3	2,0	2,3	2,3	2,0	-1,6	-2,5	-3,7	-3,3	-2,4
Canadá	1,7%	3,1	3,1	2,8	2,5	2,4	1,8	2,2	2,0	2,3	2,1	2,3	2,0	1,6	2,4	2,8
Grandes Economías Emergentes	% Economía Mundial															
China	15,1%	10,1	10,4	11,1	11,4	10,5	3,9	1,8	1,5	5,8	2,7	3,6	7,2	9,4	10,2	7,4
Corea	n.a.	4,7	4,2	5,0	4,8	4,9	3,6	2,8	2,2	3,2	3,1	4,1	1,9	0,7	-0,1	-0,6
India	6,3%	7,9	9,0	9,4	8,6	7,5	3,8	4,2	6,1	6,0	5,9	0,1	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Rusia	2,6%	7,2	6,4	6,7	7,5	6,8	10,9	12,7	9,7	10,9	8,6	10,1	11,1	9,6	4,3	-1,1
Turquía	n.a.	8,9	7,4	6,1	5,0	5,0	8,6	8,2	9,6	8,2	6,2	-5,2	-6,2	-7,9	-6,3	-5,5
Euro area	14,7%	2,0	1,5	2,9	2,6	2,0	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0	1,1	0,3	-0,1	0,3	0,4
Global	100%	5,3	4,8	3,7	3,4	3,0	2,5	2,7	2,7	3,4	2,5					
Developed Markets	52,0%	3,2	2,5	2,8	2,4	2,1	2,0	2,3	2,3	2,8	1,9	-0,7	-1,3	-1,8	-1,5	-1,6
Emerging Markets	48,0%	7,0	6,3	7,0	6,9	6,3	4,9	4,6	4,3	5,7	4,6	2,5	3,4	4,0	3,5	2,1

Fuentes: Consensus Forecasts, JPMorgan y FMI .

**Cuadro N°2:
Economías Latinoamericanas**

	PIB (Var.%)					INFLACIÓN (Var.% 12 meses)					Cuenta Corriente Como % del PIB				
	2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007p	2008p
L.A (7)	6,4	4,7	5,5	5,3	4,7	5,9	6,6	5,2	5,4	5,8	1,4	1,6	1,9	0,7	-0,4
Argentina	9,0	9,2	8,5	8,1	6,0	4,4	9,6	9,8	8,4	10,7	2,1	1,9	3,8	2,8	1,8
Brasil	5,7	2,9	3,7	4,8	4,5	6,6	6,9	3,1	3,9	4,0	1,8	1,6	1,3	1,1	0,1
Chile	6,0	5,7	4,0	5,4	5,1	1,1	3,1	2,6	6,6	3,5	2,2	1,1	3,6	3,0	0,0
Colombia	4,9	4,7	6,8	6,6	5,4	5,9	5,0	4,5	5,0	4,3	-0,9	-1,5	-2,1	-3,2	-3,2
México	4,2	2,8	4,8	3,1	3,5	4,7	4,0	4,1	3,7	3,8	-1,0	-0,6	-0,2	-1,8	-2,6
Perú	5,1	6,7	7,6	7,6	6,6	3,7	1,6	1,1	3,5	2,5	0,0	1,4	2,2	1,2	-0,2
Venezuela	18,3	10,3	10,3	8,3	4,9	21,7	16,0	17,0	18,4	20,5	13,8	17,8	14,9	5,4	1,6

Fuente: Consensus Forecasts, JPMorgan, FMI, Banco Central de Chile y LYD.

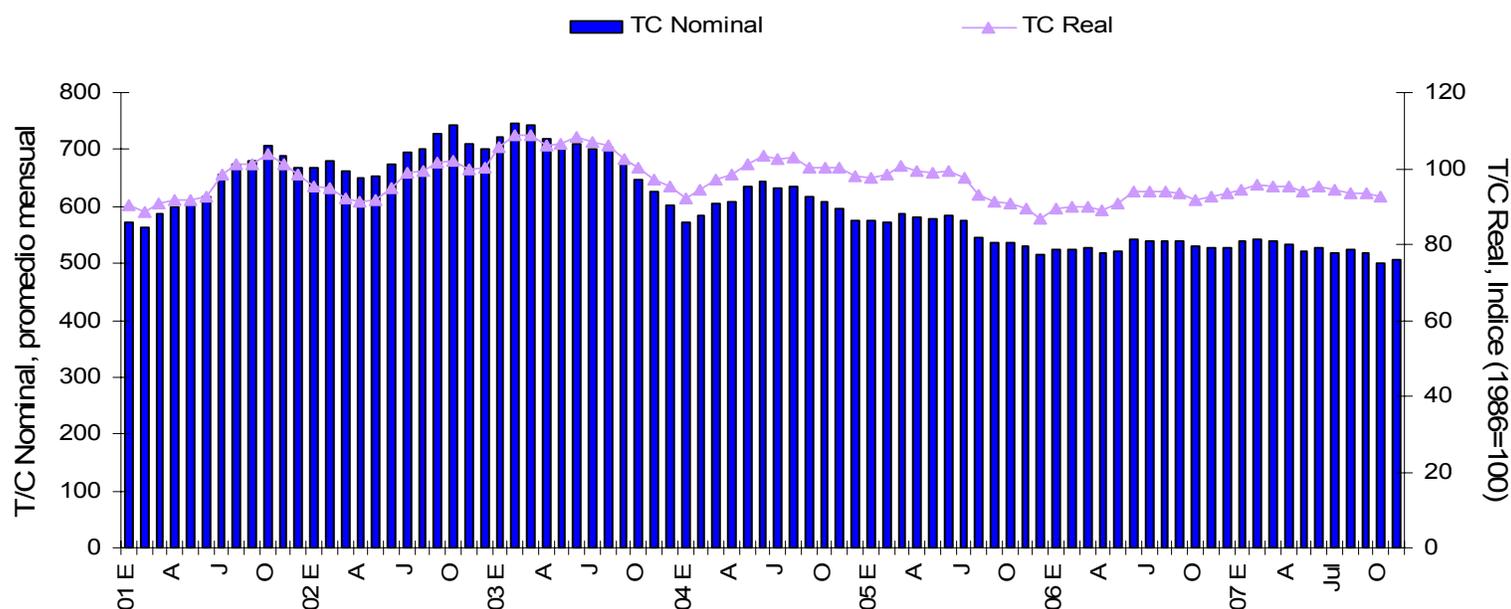
Cuadro N°3:
Panorama de Mercado
Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo
(Base 2000=100)

	2002	2003	2004	2005				2006				2007		
				Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III
Argentina	56,7	62,5	164,2	166,1	163,67	165,84	165,6	171,8	169,8	170,4	169,8	171,8	170,4	169,5
Brasil	89,4	98,2	94,4	86,1	76,278	74,91	72,83	69,2	73,5	71,5	70,7	68,9	65,1	64,9
Chile	92,9	91,6	100,3	99,6	95,42	86,13	85,54	87,3	85,1	86,7	89,8	90,6	85,8	85,1
Colombia	98,8	87,9	105,7	96,6	94,967	95,51	93,98	93,6	104,9	98,8	95,0	93,0	85,0	94,6
Ecuador	110,2	112,8	87,7	83,4	82,988	75,08	82,24	79,4	72,7	78,9	82,3	81,5	80,8	78,6
México	106,4	99,0	101,7	100,5	96,339	95,69	92,94	94,0	98,6	94,3	93,6	95,5	93,6	95,3
Perú	103,9	99,9	100,4	100,5	98,912	100,91	102,15	101,0	100,4	100,6	100,8	101,7	101,4	100,0
Venezuela	92,8	94,0	101,0	106,4	100,91	100,20	97,94	96,6	92,1	89,9	88,1	84,7	83,3	82,7
Corea	107,3	107,8	71,1	95,1	93,9	95,1	93,2	90,4	90,3	88,8	88,3	90,7	56,0	55,7
Turquía	99,4	92,8	104,8	82,3	80,6	80,4	79,4	80,4	100,9	83,7	83,0	82,0	88,7	90,5
Rusia	78,9	76,3	86,1	66,7	64,1	64,4	62,5	58,9	58,8	58,4	58,0	56,4	79,0	77,9
China	97,6	102,2	103,8	105,5	102,8	98,8	98,9	98,2	100,7	98,3	100,4	97,9	97,2	96,9

Nota: Para obtener una escala equitativa para todos los países en cuestión, se divide 10.000 por la base original del último mes del trimestre, extraída del informe mensual Emerging Markets Economic Indicators de JP Morgan.

Fuente: JP Morgan.

Gráfico N°1:
Tipo de Cambio Nominal y Real: Chile



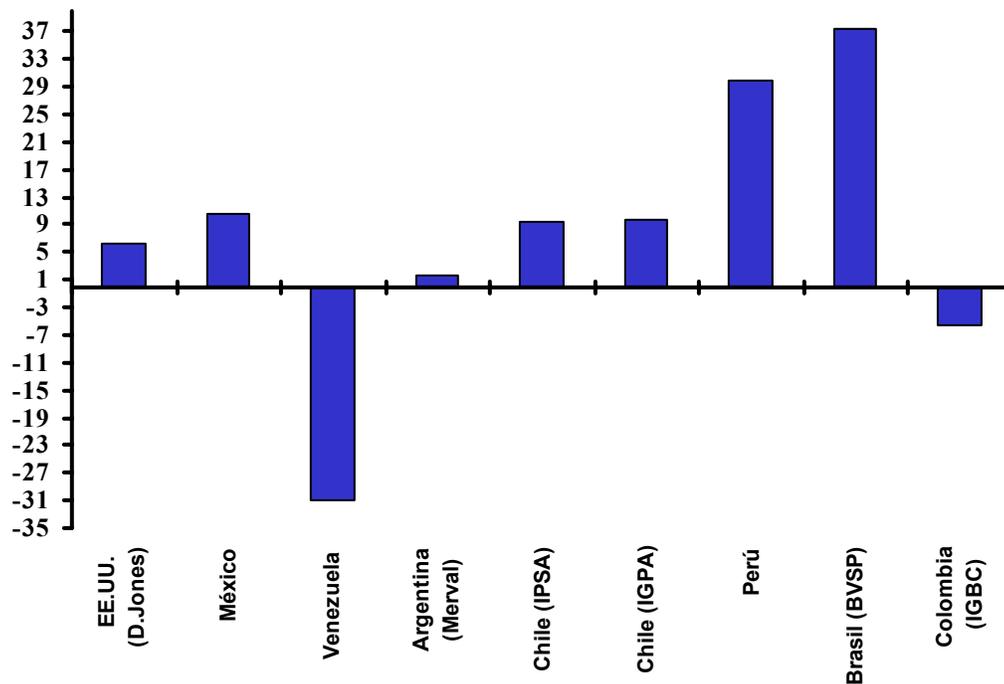
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro N°4:
Tipo de Cambio al 19 de Diciembre 2007
(Moneda local/US\$)

19/12/2007	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic 06
Argentina	3,13200/3,135		0,0194
Ecuador	25000/0		0,0000
Brasil	1,8038/0,8058		-0,0506
Chile	499,60/499,90		-0,0446
Colombia	2005,90/2008,00		0,0604
México		10,8420/10,845	0,0104
Paraguay	4680/4730		-0,0714
Peru	2,9740/2,9770		-0,0609
Venezuela	2144,60/150,00		0,0000
Uruguay	21,500/1,700		-0,0928

Fuente: Bloomberg

Gráfico N°2:
Mercados Accionarios 2007: Retornos en US\$ a la Fecha, 19 de Diciembre de 2007
(var.%)



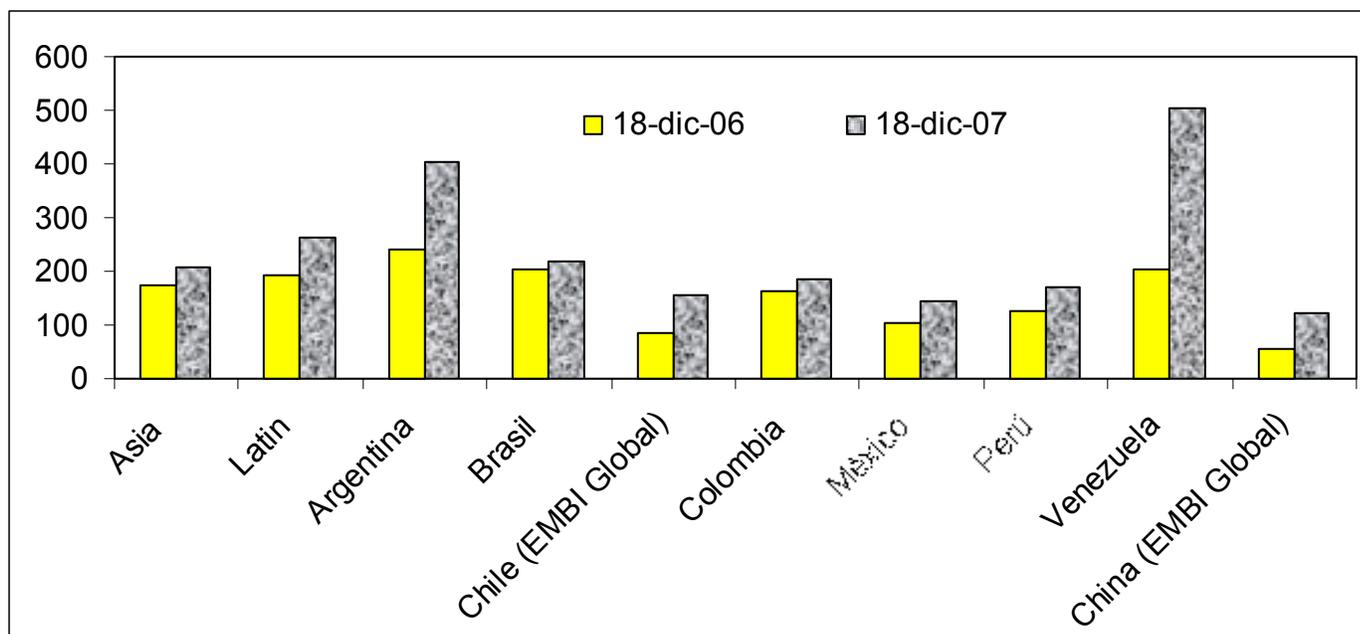
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N°5:
Mercado Accionario en Moneda Local
19 de Diciembre de 2007

	CIERRE AYER	Valor al 31 Dic 2006	Var. %
Dow Jones	13.232,5	12.463	6,17
México (MEXBOL)	29.255,0	26.448	10,61
Venezuela (IBVC)	36.548,0	52.234	-30,03
Argentina (MERVAL)	2.127,2	2.090	1,76
Chile (IPSA)	2.943,4	2.693	9,29
Chile (IGPA)	13.563,8	12.374	9,62
Perú (IGBVL)	16.729,6	12.884	29,85
Brasil (IBOV)	61.096,3	44.474	37,38
Colombia (IGBC)	10.411,7	11.030	-5,61

Fuente: Bloomberg.

Gráfico N°3:
EMBI
Índice de Países, spread Soberanos (pb)



Fuente : JP Morgan

Cuadro N°6:
Tasa de Referencia de Política Monetaria (al 14 de Diciembre de 2007)

País	Tasa de Referencia					
	14 de Diciembre de 2007	Dic 07*	Mar 08*	Jun 08*	Sep 08*	Dic 08*
EE.UU.	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,50
Brasil	11,25	11,25	11,25	11,25	11,25	10,75
Mexico	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25
Chile	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Euro area	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Japón	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
China	7,29	7,29	7,83	8,01	8,28	8,28

Fuentes: FED y JP Morgan

Cuadro N°7:
Futuros de Tasas de Interés de E.E.U.U. (al 19 de Diciembre de 2007)

Plazo	19-dic-07	24-mar-08	23-jun-08	22-dic-08
3 Meses	4,9100	4,5788	4,0482	3,8156
6 Meses	4,7775	4,3355	3,9546	3,7339
1 Año	4,4175	4,1291	3,8808	3,5720
3 Años	4,0810	4,0267	4,0103	4,1075
5 Años	4,3180	4,3085	4,3210	4,4263
10 Años	4,7470	4,7530	4,7695	4,8455
30 Años	5,0710	n/a	n/a	n/a

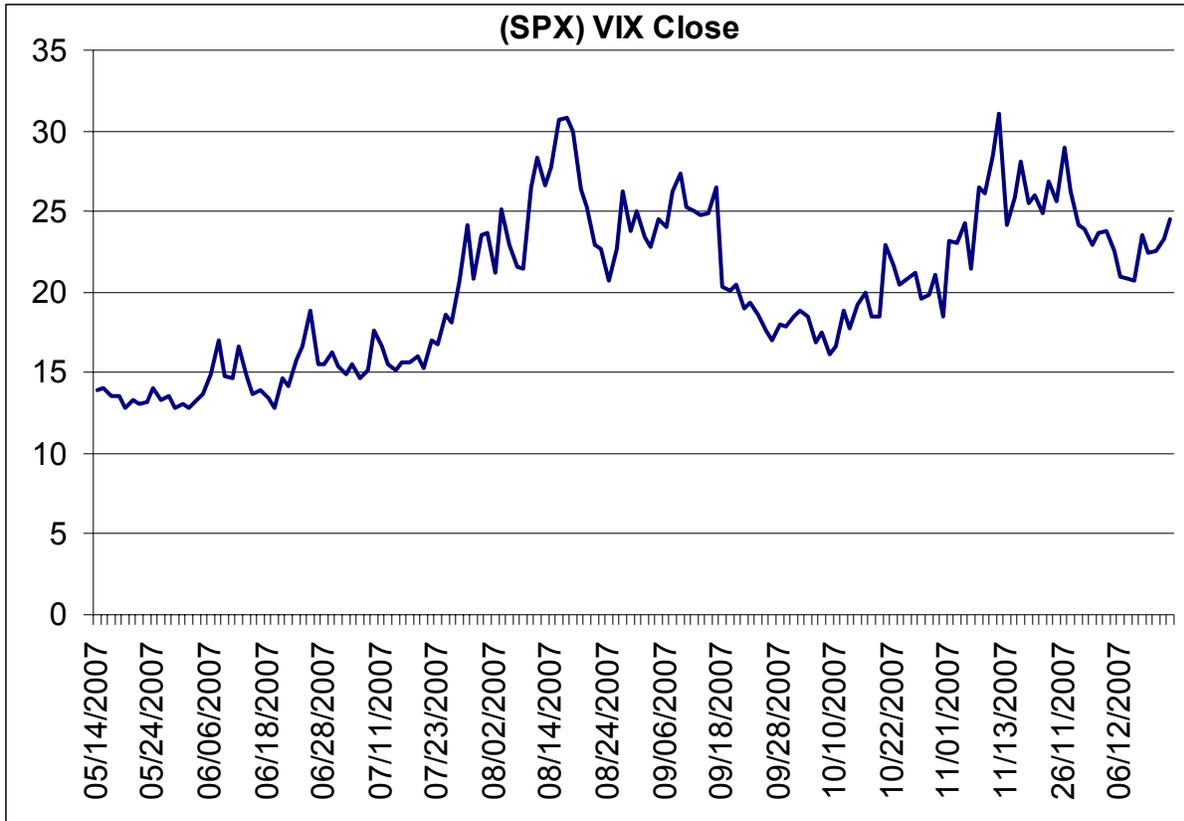
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N° 8
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 19 de Diciembre de 2007)

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
22,64	4,09

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 4
Índice VIX
Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos, al 17 de Diciembre de 2007.



Fuente: Chicago Board of Trade.