

ECONOMÍA
INTERNACIONAL

N° 418, 18 de Enero de 2008

AL INSTANTE

**PROYECCIONES ENERO 2008:
NOTAS NEGATIVAS ABREN EL AÑO**

Las primeras percepciones del ambiente económico internacional, son desfavorables en las semanas iniciales de Enero, lo cual se ha reflejado en la volatilidad y el descenso bursátil, principalmente en Estados Unidos, Europa y América Latina. El VIX, índice de volatilidad, ha estado sobre 20%.

Las más destacadas fuentes de preocupación actuales, tienen origen en renovadas malas noticias en el sector financiero de Estados Unidos, el Reino Unido, Europa y Japón, lo cual revela que el contagio financiero ha ido extendiéndose globalmente.

Los castigos en los balances de grandes instituciones financieras globales, como Merrill Lynch, Citigroup, Bank of America, Bear Stearns, Barclays, HSBC y otros, han ido revisándose una y otra vez al alza, para el cuarto trimestre del año pasado, y pronto se empezará a hablar en términos parecidos del primer trimestre del 2008. El caso más destacado, en magnitudes, es el de Citigroup, cuyas revisiones de castigos para el cuarto trimestre pasaron de 11 a 15 y, últimamente, a 18 mil millones de dólares.

Esta continuidad de castigos substanciales, trimestre tras trimestre,

afecta el capital y la capacidad de préstamo de muchas instituciones financieras, lo que, unido a la incertidumbre de nuevas pérdidas, contrae la oferta de crédito y afecta la inversión y la operación de los agentes económicos de un modo crecientemente importante. Los accionistas de grandes bancos o grupos financieros de Estados Unidos y Europa han empezado a diluirse, por la necesidad, cada vez mayor, de reponer el capital perdido, que está siendo suministrado por fondos soberanos.

A lo anterior, se agregan dramáticas dificultades de instituciones de crédito hipotecario en Estados Unidos. Una de las más visibles ha sido el caso de Country Wide, que eventualmente será absorbida por el Bank of América, con inciertos riesgos de contaminación. (La compra de Country Wide fue por US\$ 4.000 millones).

En este ambiente de incertidumbre, respecto a nuevos castigos por deterioros de las carteras de créditos o de tarjetas de crédito de consumo o de incorporación de operaciones "off balance", aparte de las dificultades persistentes de cambios de valorización de instrumentos estructurales (CDOs), las acciones de las instituciones financieras en Estados Unidos, Europa, Reino Unido y Japón continúan declinando y contaminando otros segmentos de

acciones, por el mecanismo de “flight to quality” y salida de flujos importantes de renta variable a renta fija o activos relacionados con el oro u otros commodities.

La otra fuente de noticias negativas, en las primeras semanas del año, han sido las dificultades geopolíticas, originadas en Pakistán e Irán – Estados Unidos, y el alto precio del petróleo, que en algunos momentos excedió los US\$ 100 dólares por barril y que se ha estabilizado en un rango entre 90 y 100 dólares. Algunos analistas, han señalado que en determinadas circunstancias y bajo ciertos estímulos, el precio del petróleo podría aproximarse a US\$150, por barril, lo cual sería un shock altamente contractivo, para la economía global y, por otra parte, refuerza la incertidumbre que pesa sobre el sistema financiero de las principales economías desarrolladas.

Una tercera fuente de noticias desfavorables han sido las informaciones económicas, sobre la evolución más débil de las economías, principalmente de Estados Unidos, pero también de la Unión Europea, del Reino Unido y de Japón.

Ha sido particularmente preocupante, la primera información, a comienzos de Enero, de un aumento en la desocupación en Estados Unidos, que pasó de 4,7 a 5%. Lo que preocupa, en el fondo, no son las 3 décimas mismas de aumento, sino el proceso o tendencia de un deterioro en el mercado laboral (la desocupación proyectada llegaría a superar el 6% durante este año), que continúe y dañe el consumo, lo cual podría, en conjunto con otros elementos, conducir a una recesión, dentro del año (dos trimestres de caída del PIB).

Una cuarta categoría de noticias preocupantes ha sido la información de Goldman Sacks, del World Economic Forum, que se iniciará pronto en Davos, y de la OECD, afirmando que el riesgo de una

recesión en la economía de Estados Unidos es muy alto o se materializaría este año.

Una quinta fuente de preocupación ha sido la información del resurgimiento de la inflación en Estados Unidos y Europa, que viene ligada a los altos precios del petróleo, los commodities, los alimentos y los costos laborales.

Todo lo anterior configura un panorama muy preocupante, porque hay una serie de consecuencias recíprocas. Por una parte, el deterioro en los sectores financieros afecta el crédito, éste contrae la actividad económica. A su vez, los efectos sobre los mercados hipotecarios y de viviendas y la actividad de otros sectores de la economía en descenso repercuten, nuevamente, en las carteras de las instituciones financieras, que deben continuar contrayendo el crédito o elevando su costo, a lo que se agrega otro elemento contractivo, que es el aumento del riesgo para los agentes económicos.

La aparición de la inflación en el cuadro de las economías desarrolladas, complica más aún el panorama de riesgos para los agentes económicos y, sobre todo, afecta la capacidad de operación de los bancos centrales, cuyo objetivo principal es el control de la inflación y, en consecuencia, pierden grados de libertad para apoyar al sistema financiero en dificultades, y a la economía con políticas monetarias más expansivas. De ahí, que se empiecen a considerar intervenciones de carácter fiscal, con riesgos de distorsión económica.

Hasta ahora, la orientación del Federal Reserve de Estados Unidos, liderado por Ben Bernanke y el Banco Central Europeo, encabezado por Jean Claude Trichet y el Banco de Inglaterra, presidido por Mervyn King, se han ido orientando, cada vez mejor, para controlar la crisis financiera, pero no han logrado tener un pronóstico acertado de la evolución y magnitud de la crisis, que se va extendiendo de la economía financiera a la

real, con mayor velocidad y profundidad que lo anticipado por los bancos centrales antes mencionados. Sus reacciones parecen un poco tardías y débiles, más que anticipando el curso de la crisis de crédito.

Al comienzo, los gobernadores de los bancos centrales declararon que la “crisis subprime” estaba contenida y que quedaría encasillada en el sector habitacional, y actualmente, que ya se ha extendido. Las declaraciones apuntan a un reconocimiento de que la crisis se ha agravado, pero que no habría recesión en Estados Unidos y que la recuperación económica sería rápida.

Los informes privados recientes de Goldman Sacks y del World Economic Forum, ya citados, por otra parte, sugieren que la probabilidad de que haya recesión es muy alta y que la recuperación puede ser lenta. La cifra de crecimiento anual que proyecta Goldman Sacks, en su informe, es de 0,8% para la economía de USA, este año.

Tanto el Federal Reserve, Ben Bernanke, como el Banco Central Europeo Jean Claude Trichet han hecho saber, a través de declaraciones y comunicados recientes, que están listos para desarrollar acciones substantivas para apoyar el crecimiento económico y proporcionar más seguridad frente a riesgos negativos que han adquirido en los últimos días un mayor peso, o que se están materializando.

El Banco Central Europeo dejó la tasa Refi al mismo nivel de 4, mientras el Federal Reserve deberá revisar sus tasas de referencia el 30 de Enero. Para esa oportunidad, se espera en los mercados, una rebaja de 50pb, de 4,25% a 3,75% en federal funds. Adicionalmente, los bancos centrales de los países desarrollados han continuado haciendo importantes operaciones de entrega de liquidez a las instituciones financieras privadas, a costos más bajos y plazos más flexibles.

El ex Director de Estudios del FMI y profesor de Harvard, Kenneth Rogoff, junto a la investigadora Carmen Reinhart, presentaron recientemente un estudio, en paralelo, de 18 crisis y la crisis subprime en la reunión anual de la American Economic Association (AEA).

En este estudio, se establece que “cada explosión es precedida por precios de acciones y de viviendas cada vez más altos; una aceleración en los inlujos de capital, impulsados por inversionistas extranjeros; un rápido aumento de la deuda y una trayectoria invertida con el crecimiento, primero reanimándose y luego sufriendo una caída abrupta”.

Los presagios de la crisis actual se cumplieron plenamente, según Rogoff, con el alza en los precios reales de las casas, las fuertes ganancias persistentes en los mercados de capitales y la afluencia de capitales, que se reanudó a niveles altos. Rogoff piensa que los problemas derivados de la crisis “subprime” no serían tan grandes como los de las crisis anteriores, aún cuando todavía hay mucha incertidumbre respecto a los castigos y pérdidas de los bancos e instituciones financieras.

En las 18 crisis anteriores, la baja promedio en el crecimiento de la producción fue de 2 puntos porcentuales y se necesitó de dos años para iniciar la recuperación.

En el estudio de Rogoff y Reinhart, la crisis bancaria promedio del mundo industrializado lleva a una recesión.

En conclusión, la crisis financiera de crédito y el deterioro del sector habitacional en Estados Unidos y Europa no están controlados. Mientras tanto, se observan efectos negativos en la esfera real de las economías, a través del empleo, en la confianza del consumidor y de los inversionistas e incumplimientos en tarjetas de crédito. Por otra parte, el déficit en Cuenta Comercial de Estados Unidos

continúa alto y creciente, a medida que los precios del petróleo siguen escalando.

Está empezando a surgir, asimismo, la inquietud de que una recesión en Estados Unidos, junto a algún hecho geopolítico no previsto, que pudiera elevar los precios del petróleo a US\$ 150 o más, podría provocar un cambio fuerte de la relación del dólar con otras monedas convertibles, lo cual complicaría fuertemente la situación económica, comercial y financiera global.

Los temores a una recesión y a la debilidad del dólar han impulsado ideas de intervención fiscal en Estados Unidos, en magnitudes de US\$ 100 mil millones, apoyadas por los ex secretarios del Tesoro Larry Summers y Robert Rubin, que son resistidas, en cierto modo, por los sectores más ortodoxos, que confían en el instrumento monetario y tienen distorsiones económicas derivadas de intervenciones fiscales o cambiarias.

Se observa, también, una actuación, cada vez mayor, de los gigantescos “fondos soberanos”, especialmente, de países árabes y China, proveyendo recursos a largo plazo, al sector financiero y tomando segmentos de propiedad, que, por el momento, no encuentran mayor resistencia, pero que en el futuro podrían generar sentimientos opuestos de nacionalismo, a medida que las magnitudes aumentan ♦

**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	2,3	1,5	2,0	2,3	2,3	2,0	1,8	-1,6	-2,0	-2,3	-1,9	-2,1
USA	19,7%	3,6	3,1	2,9	2,3	1,3	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	1,9	1,3	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,4	3,7	3,6	3,9	4,6	3,9
Alemania	3,9%	1,1	0,8	2,9	2,6	1,9	1,8	1,9	1,7	1,9	1,6	4,3	4,6	5,1	4,6	4,2
Francia	2,9%	2,5	1,7	2,2	1,9	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	1,3	2,3	2,2	2,1	1,8	1,9	-0,9	-1,5	-2,4	-2,0	-1,9
Reino Unido	3,2%	3,3	1,8	2,8	3,1	1,9	1,3	2,0	2,3	2,4	2,0	-1,6	-2,5	-3,7	-3,3	-2,4
Canadá	1,7%	3,1	3,1	2,8	2,6	1,6	1,8	2,2	2,0	2,3	2,3	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	7,4	7,5	6,8	10,9	12,7	9,7	11,5	9,4	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	2,7	1,9	2,1	2,2	2,2	2,9	2,3	1,1	0,3	-0,1	0,3	0,4
Global	100%	5,3	4,8	3,7	3,4	2,8	2,5	2,7	2,7	3,5	2,6					
Developed Markets	52,0%	3,2	2,5	2,8	2,5	1,9	2,0	2,3	2,3	2,9	2,0	-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	5,8	4,6	2,5	3,4	4,0	3,5	2,1

Fuentes: Consensus Forecasts, JPMorgan, FMI y LyD .

**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	5,3	5,2	4,5	5,9	6,6	4,9	5,8	5,6	1,4	1,6	2,0	0,6	-0,6
Argentina	9,0	9,2	8,5	8,3	6,2	4,4	9,6	9,8	8,5	10,4	2,1	1,9	3,8	2,8	1,8
Brasil	5,7	2,9	3,7	5,2	4,7	6,6	6,9	3,1	4,2	4,1	1,8	1,6	1,3	1,1	0,1
Chile	6,0	5,7	4,0	5,3	4,9	1,1	3,1	2,6	7,4	3,6	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	5,2	4,4	-0,9	-1,5	-2,1	-3,2	-3,2
México	4,2	2,8	4,8	3,1	3,2	4,7	4,0	4,1	3,8	3,8	-1,0	-0,6	-0,2	-1,8	-2,6
Perú	5,1	6,7	7,6	8,1	6,8	3,7	1,6	1,1	3,5	2,3	0,0	1,4	2,2	1,2	-0,2
Venezuela	18,3	10,3	10,3	8,4	6,0	21,7	16,0	17,0	20,5	20,9	13,8	17,8	14,9	5,4	1,6

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

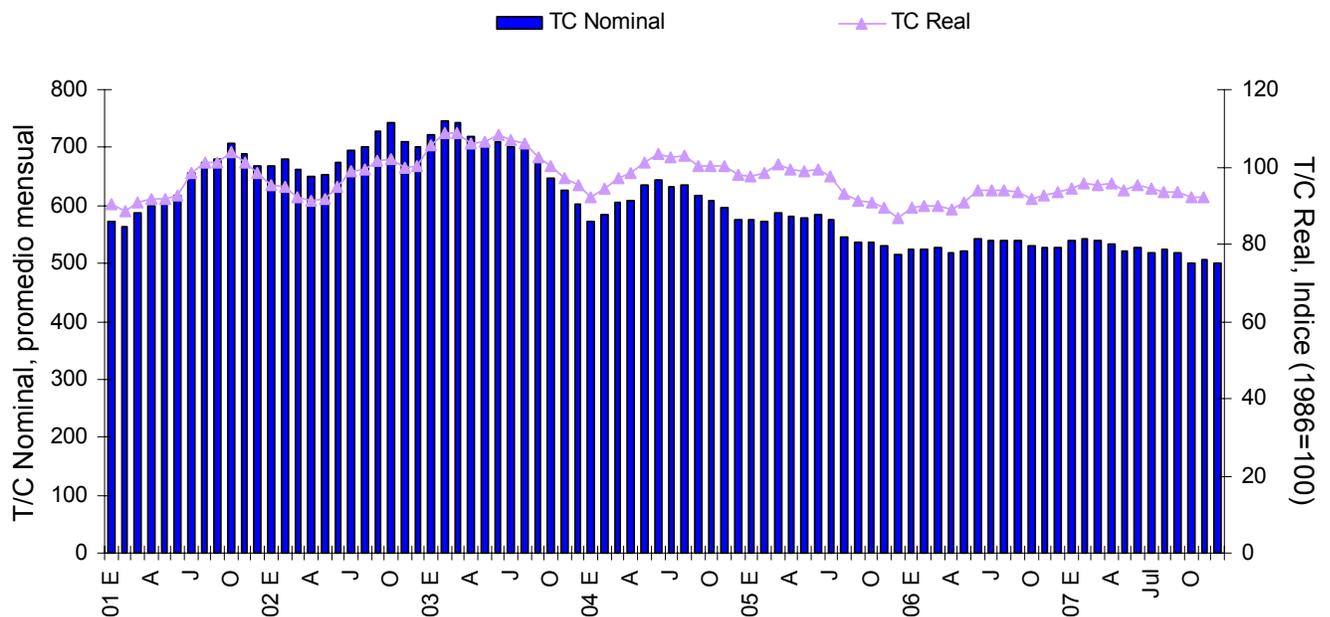
Cuadro N°3:
Panorama de Mercado
Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo
(Base 2000=100)

	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



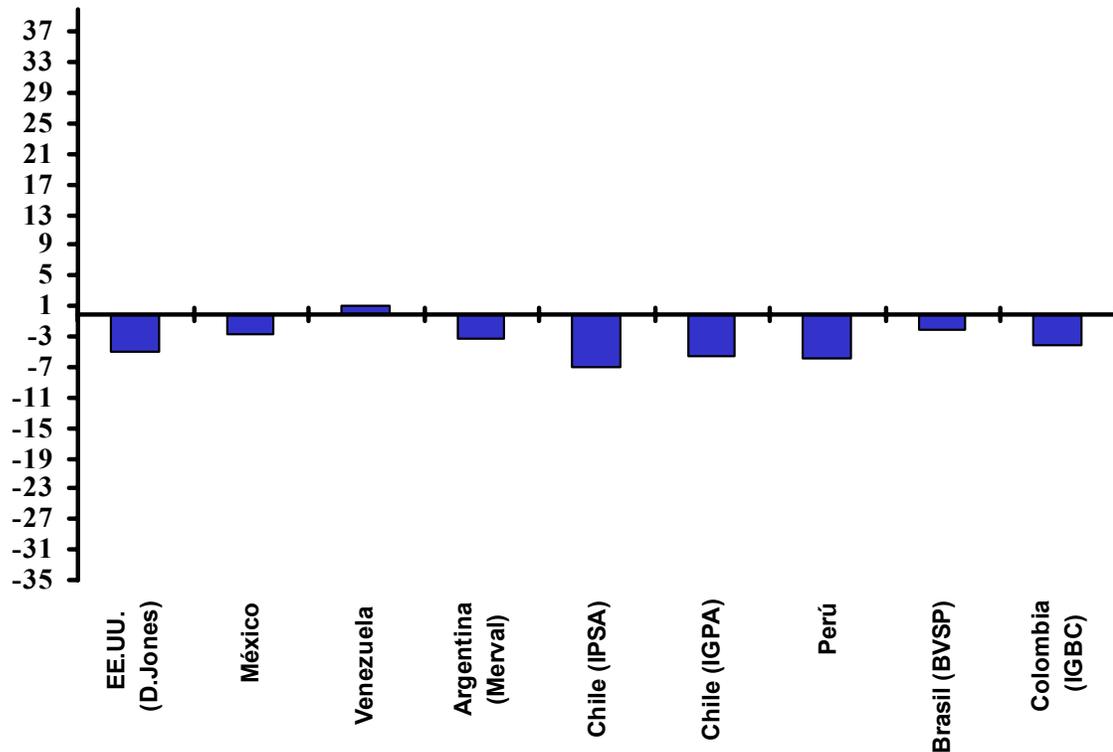
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro N°4:
Tipo de Cambio al 14 de Enero 2008
(Moneda local/US\$)

14/01/2008	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic 07
Argentina	3,12980/3,1328		-0,0026
Ecuador	2500/0		0,0000
Brasil	1,7418/1,7438		-0,0239
Chile	471,70/471,90		-0,0552
Colombia	1956,50/1960,50		-0,0284
México		10,9328/0,9348	0,0083
Paraguay	4630/4700		-0,0236
Peru	2,9200/2,9250		-0,0204
Venezuela	2,14/2,15		-0,9990
Uruguay	20,900/1,100		-0,0365

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Uruguay, Banco Central de Paraguay

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



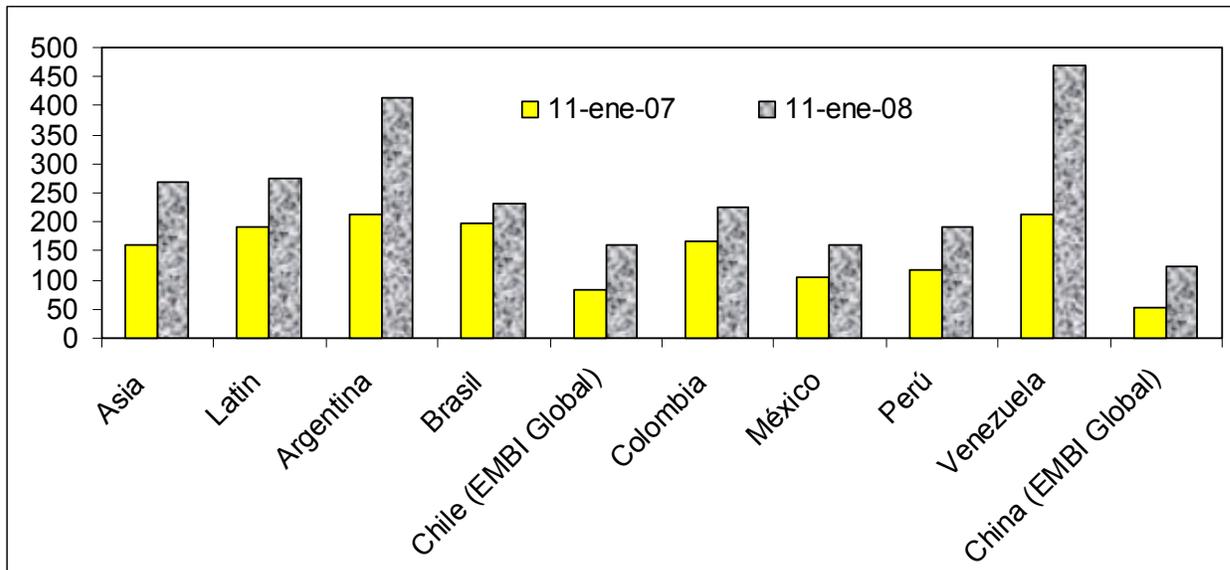
Fuente: Bloomberg.

**Cuadro N°5:
Mercado Accionario en Moneda Local
14 de Enero de 2008**

	CIERRE AYER	Valor al 31 Dic 2007	Var. %
Dow Jones	12.606,3	13.265	-4,96
México (MEXBOL)	28.723,8	29.537	-2,75
Venezuela (IBVC)	38.321,8	37.904	1,10
Argentina (MERVAL)	2.082,9	2.152	-3,20
Chile (IPSA)	2.821,7	3.052	-7,54
Chile (IGPA)	13.176,5	14.076	-6,39
Perú (IGBVL)	16.486,7	17.525	-5,92
Brasil (IBOV)	61.942,4	63.886	-3,04
Colombia (IGBC)	10.259,8	11.030	-6,98

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 Enero de 2008)

País	Tasa de Referencia					
	14 de Enero de 2008	mar 08	jun 08	sep 08	dic 08	mar 09
EE.UU.	4,25	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00
Brasil	11,25	11,25	11,25	11,25	10,75	10,25
Mexico	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	7,00
Chile	6,25	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Euro area	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25
Japón	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75
China	7,47	7,74	7,92	8,19	8,19	8,19

Fuentes: FED y JP Morgan

Cuadro N°7:
Futuros de Tasas de Interés de E.E.U.U. (al 14 de Enero de 2008)

Plazo	14-ene-08	16-abr-08	16-jul-08	16-ene-09
3 Meses	4,0550	3,6154	3,1228	3,1101
6 Meses	3,8537	3,3821	3,0826	3,0570
1 Año	3,4963	3,2556	3,0938	2,9479
3 Años	3,3680	3,3507	3,3823	3,5650
5 Años	3,7370	3,7614	3,8156	3,9977
10 Años	4,4060	4,4377	4,4849	4,6168
30 Años	4,9060	n/a	n/a	n/a

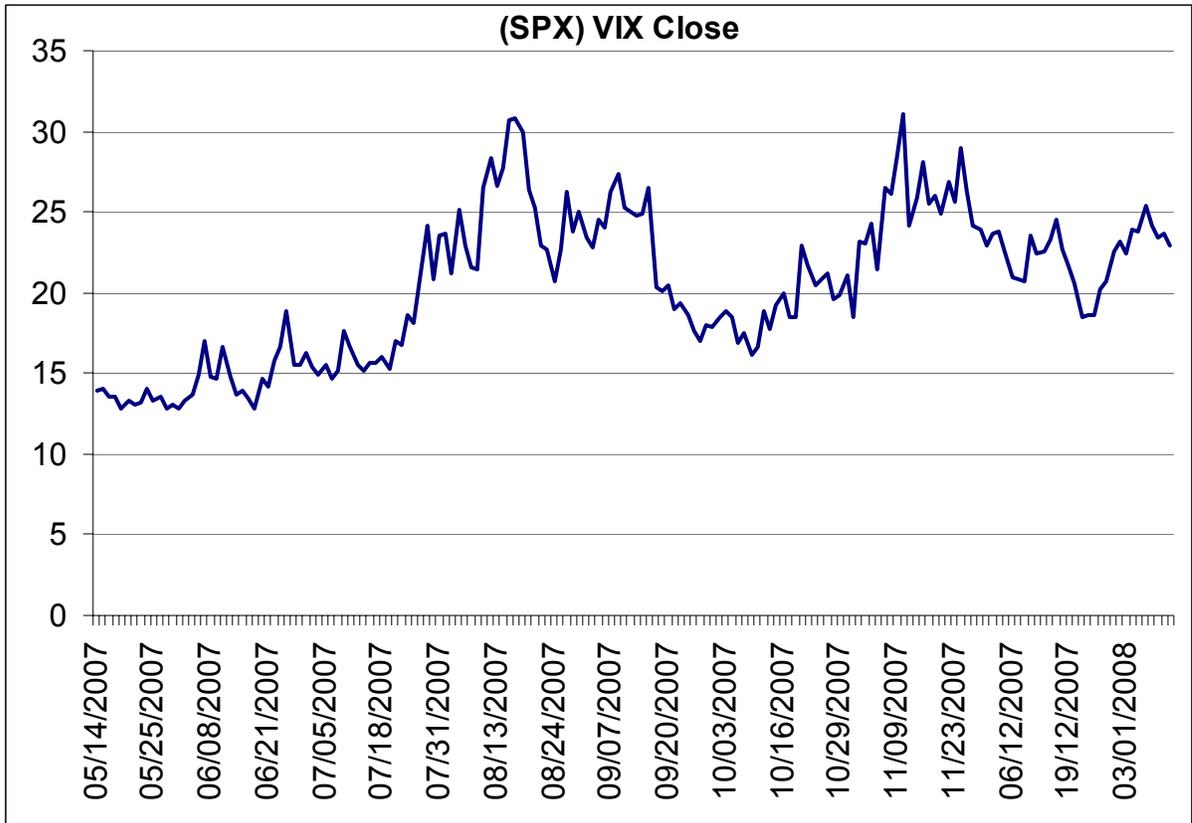
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N° 8
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 14 de Enero de 2008)

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
23,68	3,79

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 4
Índice VIX
Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos, al 14 de Enero de 2008.



Fuente: Chicago Board of Trade.