

PROYECCIONES MARZO 2008: Crisis financiera continúa intensa y recesión económica habría llegado

Martin Feldstein, profesor de Harvard y Presidente del US National Bureau of Research, entidad que se especializa en el análisis de los ciclos económicos, estima que la economía de Estados Unidos está actualmente en recesión y enfrenta el período de mayor daño potencial, desde la Segunda Guerra Mundial.

Pese a lo anterior, el profesor Feldstein piensa que todavía es posible limitar los riesgos de deterioro y de contagio al resto del mundo.

El ciclo financiero a la baja, que ha iniciado la desaceleración, afectó a la economía real y continúa su trayectoria

descendente en el marco de la economía norteamericana.

Ante este escenario es necesario, entonces, evitar el círculo vicioso en el cual la liquidez más apretada afecta a la baja el precio de los activos, deteriora los recursos de capital, reduce la oferta de crédito y disminuye la demanda agregada en el ámbito de una dinámica que se retroalimenta. Un riesgo adicional es que los bancos, para protegerse de su pérdida de capital, transmiten su quebranto a los agentes económicos, quienes, a su vez, demandan préstamos, haciendo subir las tasas de interés en un ambiente de mayor riesgo que luego aumentarán los créditos malos y subirá la tensión en los

bancos.

Por otra parte, Jan Hatzius de Goldman Sachs, estima que si los bancos castigan US\$ 200 mil millones de créditos malos ligados a préstamos hipotecarios subprime, su capital se reduciría en 12%. Si posteriormente se ven obligados a contraer su balance en 12%, el efecto -debido al apalancamiento en el total de fondos prestables- llegaría a la enorme magnitud de \$2.300 miles de millones en el total de la oferta de crédito.

Actualmente, debido al “proceso” negativo de retroalimentación que describimos más arriba, la contracción de créditos continúa y afecta la economía real, la cual sigue cayendo, generando así más riesgos de crédito y créditos malos.

La Reserva Federal ha inyectado cientos de miles de millones en recursos financieros en coordinación con el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza. Eso, junto a los fuertes recortes de tasas de interés que empezaron el 18 de septiembre del año pasado -hasta el

18 de marzo- han influido en que la tasa de Federal Funds haya caído 3 puntos porcentuales de 5,25 a 2,25. Pese a todo, este enorme esfuerzo de política monetaria no ha sido capaz de contener la crisis de crédito e impedir que el contagio afecte a la economía real que, como creen muchos analistas, ha entrado ya en recesión, mientras el contagio de deceleración se empieza a difundir hacia el ámbito global.

Junto a lo anterior, los precios de los commodities o materias primas y de la energía han seguido en rápida alza durante el segundo semestre de 2007 y los primeros meses de este año, aportando otro elemento contractivo, para la economía real y una fuente de presiones inflacionarias, que dificultan la capacidad de acción del instrumento monetario con fines de estabilización financiera.

En Estados Unidos la inflación total ha llegado a un 4% y en Europa a un 3,4%, bastante por encima de los rangos de alzas de precios aceptables como metas, para los respectivos bancos centrales.

El profesor Kenneth Rogoff, hoy día en Harvard y antes en el IMF, teme que la actual focalización del Federal Reserve, preferentemente destinada a bajar tasas de interés y estabilizar el sector financiero, pueda conducir a un período de elevada tasa de inflación al final de la crisis, con o sin una severa recesión.

Más aún, la agresiva política monetaria de la FED está afectando el valor del dólar tanto por la sustancial baja de la tasa de referencia, Fed Funds, como por las cuantiosas inyecciones de medios de pago para los mercados financieros. Lo paradójal es que algunos analistas y banqueros como el conocido Lyle Gramley, sospechan que la política monetaria de la FED puede no ser muy efectiva, debido a la debilidad del sector bancario y, con mayor amplitud, del sector financiero, de modo que aún cuando se inyecten grandes cantidades de recursos líquidos, los bancos e instituciones financieras no transferirán esos recursos a otros bancos o instituciones financieras, así como tampoco a prestamistas del sector real, por el aumento del riesgo, y la opacidad de información en el sector financiero de

Estados Unidos y de otras economías maduras.

Ente estas circunstancias, se piensa que es necesaria la acción del Estado, además del “plan de reactivación”, como medida adicional, de US\$ 160 mil millones que se ejecutará desde comienzos de mayo para el retiro de hipotecas malas.

La virtual quiebra de Bear Stern, el quinto banco de inversión de USA y su rescate por JP Morgan y el Federal Reserve, abren una nueva etapa de profundización de la crisis de crédito, más compleja y con riesgos de que haya otras instituciones financieras débiles o que lleguen, por efecto de la dinámica de la crisis, a una situación de iliquidez o insolvencia.

El Presidente de la FED, Ben Bernanke, ha asegurado que no hay un riesgo sistémico, pero no descarta que puedan surgir otras instituciones financieras con problemas o fuertes pérdidas de capital.

En este aspecto, la situación favorable de las economías emergentes de Asia,

América Latina y Europa Central, es todavía una fuente de optimismo y no se ven, aún, mecanismos de contagio significativos hacia los BRICS, es decir, China, India, Rusia y Brasil. Esta suerte de desconexión relativa (decoupling o reverse coupling) dependerá, en definitiva, de la profundidad y sobretodo de la duración de la crisis financiera y de la recesión en la economía norteamericana.

La economía chilena, al igual que otras economías emergentes, ha tenido políticas económicas públicas de mejor calidad en los últimos años, en las que destacan los equilibrios fiscales, la acumulación de reservas, la solidez del sistema financiero y algunas mejoras institucionales y comerciales. Pero muchas de estas economías emergentes son pequeñas y muy integradas a la economía global y a la economía norteamericana, de modo que están expuestas a contagios y efectos comerciales negativos.

En consecuencia, estas economías deben estar continuamente preparándose para enfrentar esos riesgos y mejorando sus políticas

económicas públicas, reduciendo los desequilibrios económicos y mejorando su flexibilidad y competitividad, para poder enfrentar los inevitables ajustes económicos.

La experiencia histórica, en el caso de Chile, es que ha subestimado ex ante las crisis externas y sus efectos internos y las ha enfrentado con un mix de políticas económicas opuestas a lo que indica la lógica económica. Un ejemplo de antología fue la “crisis asiática”, en que las autoridades económicas y políticas afirmaron, tajantemente, que no afectaría a la economía chilena y siguieron políticas expansivas en gasto público y remuneraciones y omitieron las reformas estructurales y microeconómicas que habrían permitido una recuperación más rápida, que el largo período de crecimiento lento de un cuatrienio como lo fue ese tiempo perdido para la economía de Chile.

Actualmente, la economía chilena está mejor “semipreparada”, pero estamos viendo obvios desequilibrios en cuanto a inflación, mayores que en muchas economías vecinas y entre las emergentes. Un desequilibrio cambiario

significativo y un crecimiento continuo excesivo del gasto fiscal, que vía expansión alta del gasto no transable, afecta negativamente a la inflación y al tipo de cambio. Esto, junto a la parálisis en reforma estructural, hace a la economía chilena más vulnerable y puede determinar un curso de recuperación económica, post crisis, lento como ya ocurrió en el pasado reciente.

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

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	2009p	2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007e	2008p
L.A (7)	6,4	4,7	5,3	5,4	4,3	4,1	5,9	6,6	4,9	6,1	6,3	1,4	1,8	2,0	1,0	-0,2
Argentina	9,0	9,2	8,5	8,7	6,9	5	4,4	9,6	9,8	8,5	9,5	2,1	3,1	3,8	3,3	4,8
Brasil	5,7	2,9	3,7	5,4	4,6	4,4	6,6	6,9	3,1	4,5	4,4	1,8	1,6	1,3	0,3	-1,3
Chile	6,0	5,7	4,0	5,1	4,2	4,7	1,1	3,1	2,6	7,8	4,4	2,2	1,1	3,6	3,9	0,2
Colombia	4,9	4,7	6,8	6,9	5,4	5	5,9	5,0	4,5	5,7	4,9	-0,9	-1,5	-2,2	-3,2	-3,8
México	4,2	2,8	4,8	3,3	2,6	3,3	4,7	4,0	4,1	3,8	3,8	-1,0	-0,7	-0,3	-0,8	-1,9
Perú	5,1	6,7	7,6	9,0	7,0	6,4	3,7	1,6	1,1	3,9	3,3	0,0	1,4	3,0	1,4	0,2
Venezuela	18,3	10,3	10,3	8,4	5,0	3,4	21,7	16,0	17,0	22,4	29,8	13,7	17,8	14,4	9,2	5,7

Fuente: Consensus Forecasts, JPMorgan y FMI

**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	Trim IV
Argentina	56,7	62,5	164,2	166,1	163,7	165,8	165,6	171,8	169,8	170,4	169,8	171,8	170,4	169,5	171,2
Brasil	89,4	98,2	94,4	86,1	76,3	74,9	72,8	69,2	73,5	71,5	70,7	68,9	65,1	64,9	61,6
Chile	92,9	91,6	100,3	99,6	95,4	86,1	85,5	87,3	85,1	86,7	89,8	90,6	85,8	85,1	81,0
Colombia	98,8	87,9	105,7	96,6	95,0	95,5	94,0	93,6	104,9	98,8	95,0	93,0	85,0	94,6	92,2
Ecuador	110,2	112,8	87,7	83,4	83,0	75,1	82,2	79,4	72,7	78,9	82,3	81,5	80,8	78,6	76,8
México	106,4	99,0	101,7	100,5	96,3	95,7	92,9	94,0	98,6	94,3	93,6	95,5	93,6	95,3	93,5
Perú	103,9	99,9	100,4	100,5	98,9	100,9	102,1	101,0	100,4	100,6	100,8	101,7	101,4	100,0	97,0
Venezuela	92,8	94,0	101,0	106,4	100,9	100,2	97,9	96,6	92,1	89,9	88,1	84,7	83,3	82,7	81,5
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	54,2
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	93,2
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	76,8
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	96,8

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.

**Cuadro N°4:
Tipo de Cambio al 18 de Marzo de 2008
(Moneda local/US\$)**

18/03/2008	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic 07
Argentina	3,14600/3,148		0,0007
Ecuador	2500/0		0,0000
Brasil	1,6835/6848		-0,0585
Chile	430,60/31,15		-0,1376
Colombia	1813,50/1817,50		-0,0994
México		10,6810/10,683	-0,0150
Paraguay	4540/4600		-0,0426
Peru	2,8130/2,8160		-0,0573
Venezuela	2,14/2,15		-0,9990
Uruguay	20,600/0,800		-0,0503

Fuente: Bloomberg

**Cuadro N°5:
Mercado Accionario en Moneda Local
18 de Marzo de 2008**

	CIERRE AYER	Valor al 31 Dic 2007	Var. %
Dow Jones	12.392,7	13.265	-6,57
México (MEXBOL)	29.515,6	29.537	-0,07
Venezuela (IBVC)	35.297,8	37.904	-6,88
Argentina (MERVAL)	2.081,7	2.152	-3,26
Chile (IPSA)	2.840,6	3.052	-6,92
Chile (IGPA)	13.176,7	14.076	-6,39
Perú (IGBVL)	17.606,9	17.525	0,47
Brasil (IBOV)	61.932,8	63.886	-3,06
Colombia (IGBC)	9.109,7	11.030	-17,41

Fuente: Bloomberg.

**Cuadro N°6:
Tasa de Referencia de Política Monetaria (al 18 de Marzo de 2008)**

País	Tasa de Referencia					
	18 de Marzo de 2008	mar 08	jun 08	sep 08	dic 08	mar 09
EE.UU.	2,25	2,25	1,75	1,75	1,75	1,75
Brasil	11,25	11,25	11,25	11,25	11,25	11,25
Mexico	7,50	7,50	7,50	7,00	7,00	7,00
Chile	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75	5,75
Euro area	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
Japón	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
China	7,47	7,47	7,74	7,92	8,19	8,19

Fuentes: FED y JP Morgan

**Cuadro N°7:
Futuros de Tasas de Interés de E.E.U.U. (al 18 de marzo de 2008)**

Plazo	18-mar-08	20-jun-08	22-sep-08	20-mar-09
3 Meses	2,5419	2,2121	1,9664	2,3490
6 Meses	2,3825	2,0968	2,0115	2,3862
1 Año	2,2100	2,1618	2,2121	2,4605
3 Años	2,6700	2,7639	2,9032	3,2460
5 Años	3,2500	3,3493	3,4754	3,7539
10 Años	4,0800	4,1506	4,2348	4,4130
30 Años	4,6640	n/a	n/a	n/a

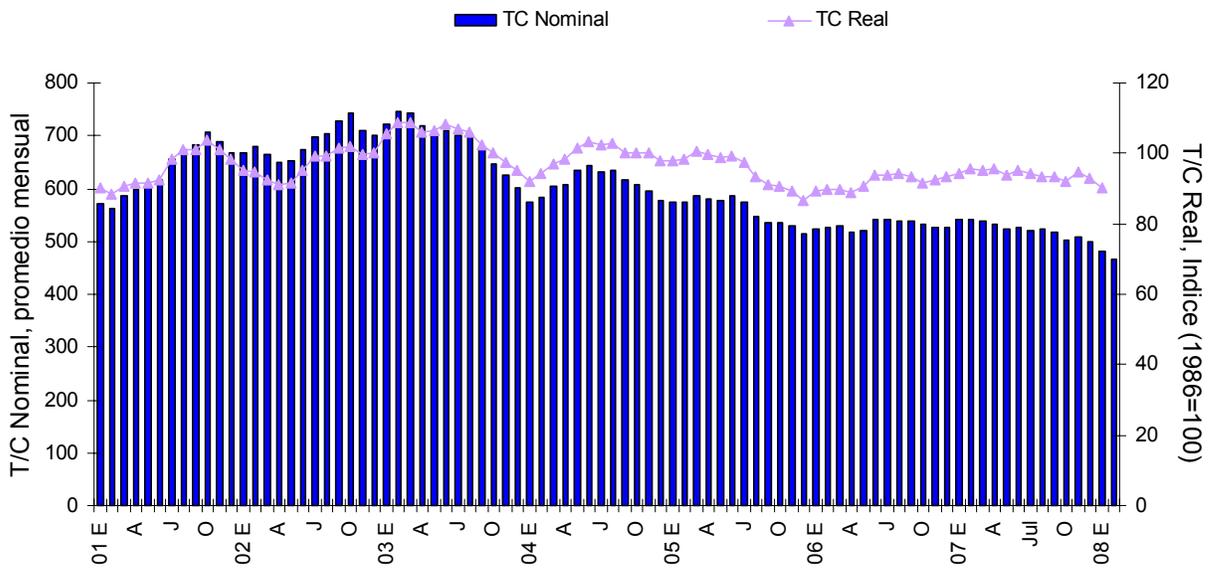
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N° 8
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 18 de Marzo de 2008)

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
25,79	3,47

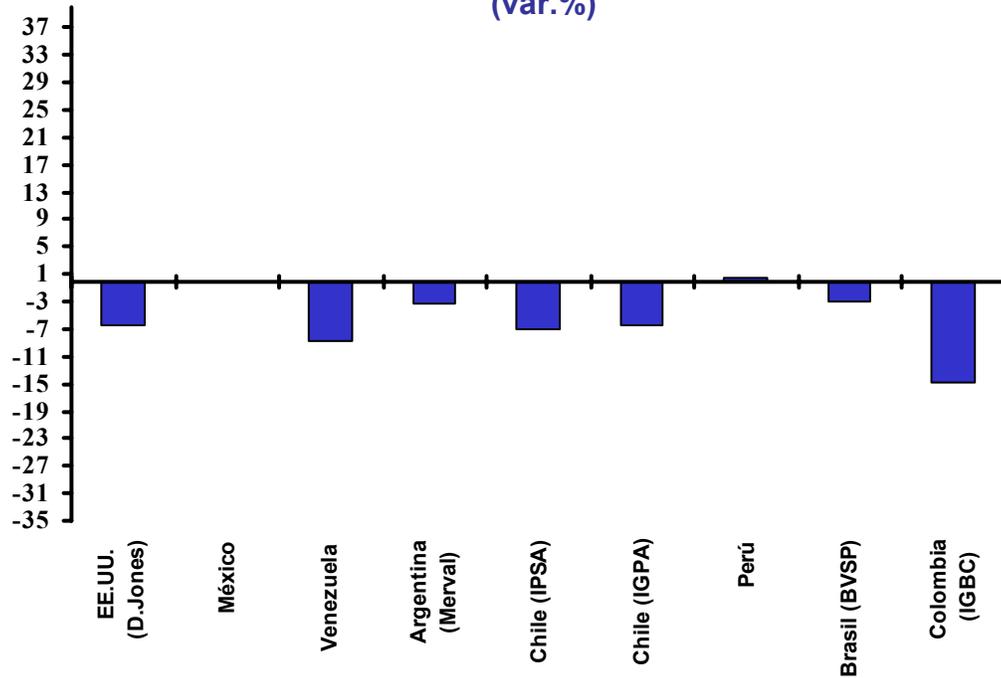
Fuente: Bloomberg

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



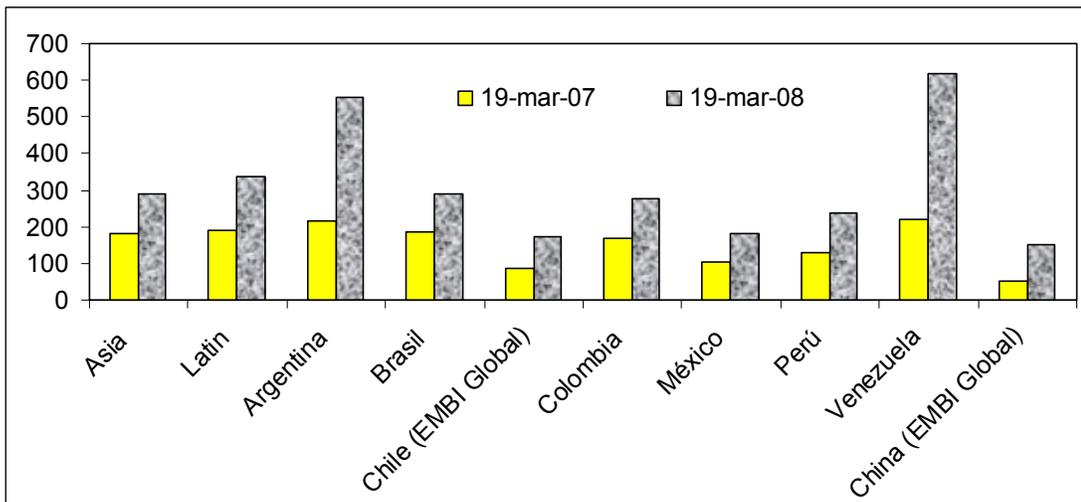
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico N°2:
Mercados Accionarios 2007: Retornos en US\$ a la Fecha, 18 de Marzo de 2008
(var.%)



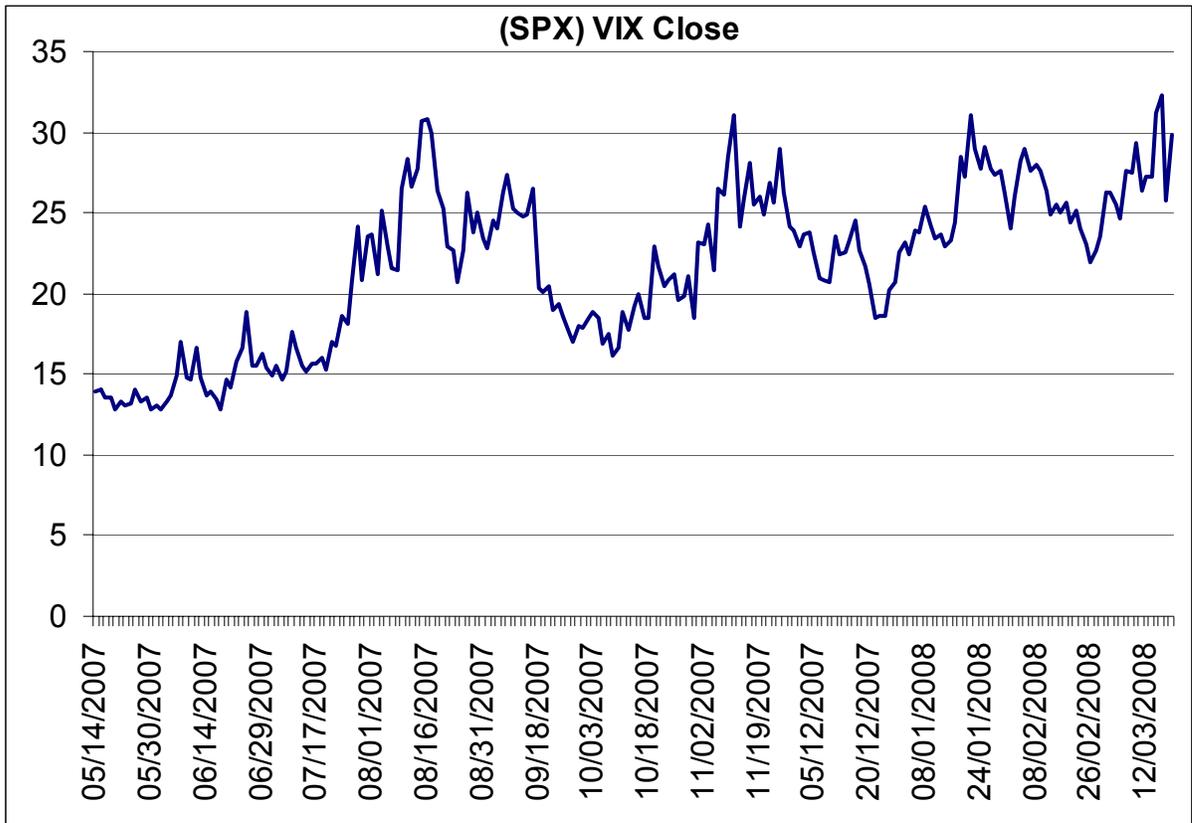
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente : JP Morgan

Gráfico N° 4
Índice VIX
Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos, al 19 de Marzo de 2008.



Fuente: Chicago Board of Trade.