

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Nº 487, 23 de Junio de 2009

AL INSTANTE

PROYECCIONES JUNIO: SEÑALES POSITIVAS DE ESTABILIZACION A NIVEL GLOBAL

En las últimas semanas ha surgido un sentimiento moderadamente optimista en los mercados financieros, no así en los mercados de bienes y servicios, ni en los mercados laborales ni en los intercambios internacionales de bienes.

En los primeros, se observan más transacciones, mejores precios y menos volatilidad, aunque en los últimos días se ha producido una corrección a la baja. Los mercados de crédito de las economías desarrolladas y emergentes están tendiendo hacia una estabilización y normalización gradual. Los spreads y los flujos han mejorado poco a poco, a medida que regresa la confianza, parcialmente todavía.

En los segundos, vale decir, la esfera real de la economía, la recesión continúa profundizándose pero de manera menos abrupta y los

intercambios internacionales, exportaciones e importaciones, continúan reduciéndose y están a niveles más bajos. No obstante lo anterior, algunas materias primas o commodities están repuntando, tales como el petróleo, cobre y otras, dando una señal positiva de estabilización o aún, de inicio de una débil recuperación de la actividad económica.

Una opinión interesante y reciente, en relación con lo anterior y con la situación o evolución del ciclo económico, es la de Paul A. Volcker, ex Presidente del Federal Reserve Bank y actual Presidente del Comité de Recuperación Económica de la Casa Blanca: “La repentina e inesperada caída en la actividad económica, que se inició en la pasada primavera está disminuyendo. Más claramente en Estados Unidos y el Reino Unido, tal vez con un breve retardo en la Zona Euro y con menor claridad en Japón. Al

parecer, existe un proceso en marcha de recuperación de los mercados de capitales. Grandes bancos, compañías bien posicionadas e incluso algunos organismos con menor fortaleza financiera están encontrando, nuevamente, fondos de financiamiento disponibles en el mercado. Con los inventarios muy reducidos, la construcción de viviendas cerca de su piso mínimo y los diferentes programas de estímulo funcionando a máxima capacidad, la expectativa de que a finales de este año y durante el 2010 podamos ver algo de crecimiento en Estados Unidos, parece razonable”.

“Las perspectivas para una verdadera y fuerte recuperación, típicas tras la mayoría de las recesiones, se ven poco probables. Una larga etapa de crisis, con continuos niveles altos de cesantía, parece ser lo que nos espera. Para la mayor parte del mundo desarrollado es difícil observar potenciales fuentes de crecimiento espontáneo a las cuales recurrir. En los Estados Unidos, tal como en otros lugares, incluso un crecimiento modesto dependerá de fuertes estímulos fiscales y monetarios para ser sostenido. Grandes pérdidas en el mercado crediticio deben ser aún reconocidas. El sistema financiero, incluso fuera de la sala de emergencia, se mantendrá bajo cuidados intensivos”.

En realidad, el sistema financiero en las economías desarrolladas continúa con dificultades, pese a que varias

instituciones bancarias importantes están devolviendo los fondos que les entregó la Tesorería, a través del TARP. Así, por ejemplo, el Banco JP Morgan devolvió ya US\$ 25 mil millones a la Tesorería. Esto, con el objeto de poder actuar más libremente, sin la tutela de la Tesorería y sin tener que cumplir los estrictos requisitos de fijación de remuneraciones, lo cual podría significarle pérdidas de capital humano.

El programa de la Tesorería para comprar activos tóxicos no ha funcionado aún y su implementación ha resultado compleja y difícil de operar. El problema mayor es la fijación de precios de los activos a transferir y de la voluntad de hacer las pérdidas correspondientes por los bancos que participarían en el programa de limpieza de activos financieros. El funcionamiento del programa de limpieza de carteras de activos tóxicos se vuelve más difícil, en la medida que surgen informaciones o señales positivas por la mutación positiva en el precio de los activos tóxicos, ante la expectativa de mejoramiento económico.

PROGRAMA DE LOS BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales continúan con políticas de liquidez ampliada y “cuantitative easing”. Así, por ejemplo, el Banco Central Europeo hace pocos días entregó US\$ 40 mil millones al mercado europeo y la Reserva Federal prosigue con su política no convencional

de “cuantitative easing” y tasas de interés de referencia (TPM) cercanas a cero.

La política fiscal en los países desarrollados sigue muy laxa, de suerte que el déficit fiscal en Estados Unidos para este año será de cerca de 14% del PIB y para varios países europeos está próximo a 6% o 7%, lo que supera ampliamente el límite de Maastricht, de sólo 3%.

En el ámbito de los ajustes el desapalancamiento de los principales bancos sigue un proceso lento y del mismo modo, la reducción de los déficits y superávits en cuenta corriente de balanza de pagos baja su nivel en forma muy lenta, pero por lo menos todos estos movimientos en el ajuste macroeconómico van en la dirección correcta.

Los tipos de “cambio libres” en los que se tenía confianza para facilitar los ajustes no han colaborado mucho ni muy efectivamente, por su rigidez debida a intervenciones. Tal es el caso de economías emergentes de gran tamaño, que se resisten a la flexibilidad cambiaria, que podría dinamizar el proceso de ajuste global y hacerlo menos penoso.

REFORMA DE REGULACIÓN FINANCIERA EN EE.UU.

El Presidente Obama ha dado a conocer, en estos días, junto al

Secretario del Tesoro y el Presidente del Federal Reserve, una propuesta de reforma del sistema de regulación financiera, que se sindicó como responsable de la crisis financiera, por su laxitud y áreas desreguladas en el sector financiero. Sin embargo, cabe señalar que el sector financiero de Estados Unidos estaba fuertemente regulado antes de la crisis financiera global. Lo que sucedió, en realidad, ha sido no una falta de regulación, sino fallas en la regulación financiera, en la supervisión y en la política monetaria del Federal Reserve, que fue muy laxa en períodos recientes y facilitó, junto a una política fiscal defractoria, el aumento del gasto de la liquidez y del endeudamiento en la economía. Como consecuencia de lo anterior, fueron tolerados fuertes y crónicos desequilibrios de la cuenta corriente de balanza de pagos, agravados además, por los desequilibrios de la cuenta de capital, en este caso superavitaria, de economías emergentes de Asia, principalmente.

El conjunto de políticas macroeconómicas defectuosas, junto a las fallas en la regulación y supervisión contribuyeron al desarrollo de la crisis financiera que, además, se agravó por errores iniciales de diagnóstico, mal manejo de expectativas y el grave error de permitir la quiebra de Lehman Brothers, con impacto sistémico global.

La propuesta de reforma de la regulación financiera del gobierno del

Presidente Obama es “reactiva”, en el sentido que reacciona tempranamente a las fallas anteriores de la regulación financiera y por otra parte, no intenta modificar totalmente la estructura fragmentada de la regulación financiera de Estados Unidos, en que concurren seis reguladores y existen ciertos espacios de “arbitraje” regulatorio. La reforma reduce a cinco el número de reguladores y crea un consejo como instancia de coordinación, a nivel de la Secretaría del Tesoro.

Los contenidos principales de la Reforma de Regulación Financiera, que no es una reforma profunda de cambio estructural, sino que actúa más bien a través de adiciones a lo ya existente, tiene el mérito de fortalecer el rol de la Reserva Federal como regulador, la cual tiene entre los cinco reguladores, que quedan, la institucionalidad más sólida. Esta propuesta de mayor poder regulador y de prevención de crisis para la FED no tiene aún consenso político y será, probablemente, uno de los aspectos sujetos a debate en la etapa de consideración, en el Congreso de Estados Unidos.

Los más destacados aspectos de la propuesta regulatoria del gobierno de Estados Unidos son los siguientes:

1° Robustecer la supervisión y la regulación de las empresas financieras, de modo que ninguna de ellas, que signifique un riesgo para el sistema financiero, quede fuera del ámbito de

regulación y las más significativas tendrán una supervisión más fuerte. Para lograr lo anterior, se daría más autoridad a la FED para una cobertura completa de bancos y no bancos.

Se crearía, además, un “Financial Services Oversight Council of Financial Regulators” (Consejo de Supervisión de Reguladores) para identificar riesgos financieros emergentes y mejorar la cooperación interagencias de regulación.

Se exigiría mayor capital mejores estándares a todas las firmas financieras.

En lugar del actual “Federal thrift charter” se establecería un “nuevo National Bank Supervisor” para todos los “federally chartered banks” (Bancos constituidos a nivel federal).

Se exigiría, finalmente, el registro de los asesores de los hedge funds y otros “private pools” de capitales en la SEC.

2° Establecer una supervisión amplia a los mercados financieros, de modo que puedan resistir la tensión o quiebra de una o más instituciones financieras grandes. Cabe observar que todavía no está resuelta, totalmente, la forma en que quebrarían las grandes instituciones financieras, que generan riesgo sistémico.

Mayor regulación para los mercados de securitización, exigencia de mayor

transferencia y mejor regulación de los “credit rating” o agencias de Regulación Amplia para todos los “over the counter derivatives” y nueva autoridad para la Reserva Federal para supervisar “pagos, clearing y sistemas de settlements”.

3° Proteger a los consumidores e inversionistas de abusos financieros. Deberá promoverse transparencia, simplicidad, trato justo, responsabilidad, productos y servicios apropiados, para el consumidor y el inversionista.

4° Proveer al gobierno con las herramientas necesarias para manejar las crisis financieras, de modo que las alternativas no sean “salvatajes o colapsos financieros”.

Aquí las propuestas son: Un nuevo régimen para resolver problemas de instituciones financieras no bancarias, cuya quiebra pudiera tener efectos sistémicos serios y segundo, una revisión al crédito de emergencia de la Reserva Federal, en cuanto a autoridad y responsabilidad (accountability).

5° Elevar los estándares de regulación internacionales, así como la cooperación internacional. Se reconoce que los desafíos no son sólo norteamericanos, sino globales y se propone avanzar en fortalecer el nivel de capital y mejorar la supervisión de los mercados financieros globales. Los planteamientos de la reforma de regulación financiera son un ejercicio político en el arte de lo posible, hechos con gran prontitud para mostrar,

también, una reacción rápida frente a la crisis, pero indudablemente la aprobación y discusión en el Congreso será una etapa difícil y probablemente extensa, que ocupará todo este año y algo más.

Ha surgido la duda o sospecha política, respecto a las intenciones intervencionistas del gobierno del Presidente Obama y más aún, teniendo a la vista otros proyectos, como la reforma de la salud, algunos ven elementos “social demócratas” o “socialistas” que empiezan a modificar el esquema capitalista y de mercado del país. Más aún, ha surgido, en la Universidad de Chicago, origen de algunos asesores del Presidente Obama (Carl Sumstein) una tendencia ideológica que impulsa un paternalismo libertario, que en el fondo es un asistencialismo más libre y menos dirigido que el asistencialismo clásico. Respecto al eventual contenido socialista del proyecto de Reforma Regulatoria del Presidente Obama, éste lo ha desmentido explícitamente a través de Larry Summers, Presidente del Consejo Económico de la Casa Blanca, diciendo:

El otro debate, que emerge con el proyecto de reforma, es si el mayor intervencionismo y los mayores costos que impondrán los requisitos y estándares más exigentes a las instituciones financieras de Estados Unidos, no afectará la innovación, creatividad y eficiencia del sistema

financiero y por lo tanto, la productividad de la economía, determinando tasas de crecimiento de mediano plazo más bajas, o sea, reduciendo el crecimiento potencial de la economía.

Aparte de los aspectos generales antes mencionados, sujetos a debate, quedan otros temas pendientes que pueden incorporarse a la discusión parlamentaria, como, la conveniencia de la fusión de la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) y la Comisión de Operación de Futuros de Commodities (CFTC).

Otro tema pendiente es la fragmentación de los reguladores, la cual subsiste en el nuevo proyecto con cinco reguladores y un consejo de Servicios Financieros presidido por el Secretario del Tesoro.

Un tema adicional no menor son los recursos humanos y financieros para que funcione efectivamente la nueva reforma. Si los recursos humanos, o sea el personal de regulación y supervisión, son los mismos anteriores a la crisis y no hay un mejoramiento profesional y de disponibilidad de mayores recursos económicos, los resultados del nuevo esquema regulatorio probablemente serán pobres. Las deficiencias en la regulación y las fallas en la supervisión contribuyeron, obviamente, a la profundidad de la crisis.

Queda también por resolver el tema significativo de la convergencia en materia regulatoria y de supervisión, a nivel global, que se menciona en el Grupo de los 20 (G20), al cual se le atribuye importancia, debido a la creciente globalización financiera y respecto de lo cual es necesario el liderazgo de Estados Unidos y de Europa, lo cual no está presente.

Hay que dejar en claro, como lo plantean académicos y operadores en los mercados, que el autocontrol de los agentes del mercado no se supera con las regulaciones y la supervisión, en una economía de mercado; y deberá cumplir una función significativa, a nivel nacional y a nivel global.

Finalmente, los académicos y los operadores están, en cierto modo, de acuerdo con que la reforma regulatoria podrá ayudar a reducir el riesgo de una gran crisis en los próximos años, pero posiblemente no a evitarlas, porque las causas de las crisis y de la evolución de los fenómenos cíclicos van más allá de la esfera de la regulación financiera y se vinculan también, con el ámbito de las políticas públicas, a nivel nacional y a nivel global.

**Cuadro N° 1:
Proyecciones para las Economías Mundiales**

	% Economía Mundial (PPC 2008)	PIB (Var. %)					Inflación (Var. 12 Meses)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
		2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
TOTAL G7	42,1	2,7	2,2	0,5	-3,6	2,2	1,8	3,0	1,8	0,7	0,6	-3,3	-2,6	-2,4	-2,0	-2,2
USA	20,7	2,8	2,0	1,1	-2,4	2,7	1,9	4,1	3,8	-0,2	1,5	-6,1	-5,3	-4,7	-2,7	-3,3
Japón	6,4	2,4	2,4	-0,7	-5,9	2,5	0,9	4,1	1,4	-0,9	-0,8	3,1	4,4	3,6	1,8	1,8
Alemania	4,2	3,2	2,6	1,0	-5,9	1,5	1,3	3,1	2,8	0,1	0,4	6,1	7,6	7,3	6,5	6,3
Francia	3,1	2,4	2,3	0,3	-2,5	1,3	1,5	2,5	3,2	0,2	0,9	-0,7	-1,2	-2,8	-2,4	-1,3
Italia	2,6	1,8	1,4	-1,0	-5,0	0,8	2,0	2,6	3,5	0,9	1,3	-2,6	-2,5	-2,8	-2,5	-2,4
Reino Unido	3,2	2,8	3,0	0,7	-3,3	1,8	2,7	2,1	3,6	1,8	2,3	-3,4	-3,8	-1,7	-2,9	2,6
Canadá	1,9	3,1	2,7	0,4	-2,3	2,3	1,3	2,4	2,4	0,5	2,1	1,4	0,9	0,5	-2,6	-1,7
Grandes Economías Emergentes	% Economías Emergentes															
China	25,5	11,6	13,0	9,0	7,2	8,5	2,8	6,5	5,9	-0,1	2,8	9,1	10,7	9,4	7,8	7,3
Corea	n.a.	5,1	5,0	2,2	-2,0	3,9	2,1	3,6	4,7	2,4	3,5	0,6	0,6	-0,6	2,8	1,3
India	10,7	9,8	9,1	6,1	6,2	7,2	6,5	5,5	8,3	5,5	4,5	-1,0	-1,4	-3,6	-2,3	-2,6
Rusia	7,4	7,4	8,1	5,6	-8,5	4,5	9,1	11,9	14,1	12,3	10,0	9,5	5,9	6,1	4,5	5,6
Turquía	n.a.	6,9	4,6	1,1	-4,2	2,5	9,7	8,4	10,4	6,7	5,8	-6,1	-5,8	-5,7	-1,3	-1,7
Euro Área	28,5	3,0	2,6	0,6	-4,2	1,2	1,8	2,9	3,3	0,5	1,2	0,0	0,4	-1,0	-0,8	-0,7
Global	100	3,8	3,5	1,5	-2,8	2,7	2,3	4,0	4,0	0,9	1,9					
Developed Markets	55,3	2,8	2,4	0,7	-3,5	2,1	1,8	3,5	3,2	0,1	1,1	-1,8	-1,3	-1,5	-1,2	-1,4
Emerging Markets	44,7	7,5	7,8	4,9	0,0	5,0	4,3	6,0	7,2	4,0	4,6	3,9	3,8	2,7	2,8	2,8

Fuentes: JP Morgan y FMI.

**Cuadro N°2:
Proyecciones para las Economías Latinoamericanas**

	PIB (Var. %)					Inflación (Var. 12 Meses)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
L.A. (7)	5,5	5,8	4,5	-2,5	3,2	5,6	5,3	7,3	6,4	6,6	1,7	0,8	-0,5	-1,3	-0,6
Argentina	8,5	8,7	7,0	-3,0	2,0	10,9	8,5	8,6	7,5	10,2	2,6	2,9	2,8	-0,1	0,5
Brasil	3,8	5,4	5,1	-1,0	3,5	4,2	3,6	5,7	5,1	4,4	1,3	0,1	-1,9	-1,4	-1,0
Chile	4,3	5,1	3,2	-1,5	3,2	3,4	4,4	8,7	2,0	3,4	4,7	4,5	-5,0	-3,4	-0,8
Colombia	6,8	7,7	2,5	-0,5	3,0	4,3	5,5	7,0	4,4	4,7	-1,8	-2,8	-2,8	-3,5	-3,0
México	4,9	3,2	1,3	-5,5	3,8	3,6	4,0	5,1	5,3	3,4	-0,2	-0,8	-1,4	-1,1	-0,6
Perú	7,7	8,9	9,8	2,4	4,7	2,0	1,8	5,8	3,6	3,2	3,0	1,4	-3,8	-3,4	-3,4
Venezuela	10,3	8,4	4,8	-2,5	1,5	13,7	18,7	31,4	30,0	40,0	14,7	8,8	12,5	-0,3	3,0

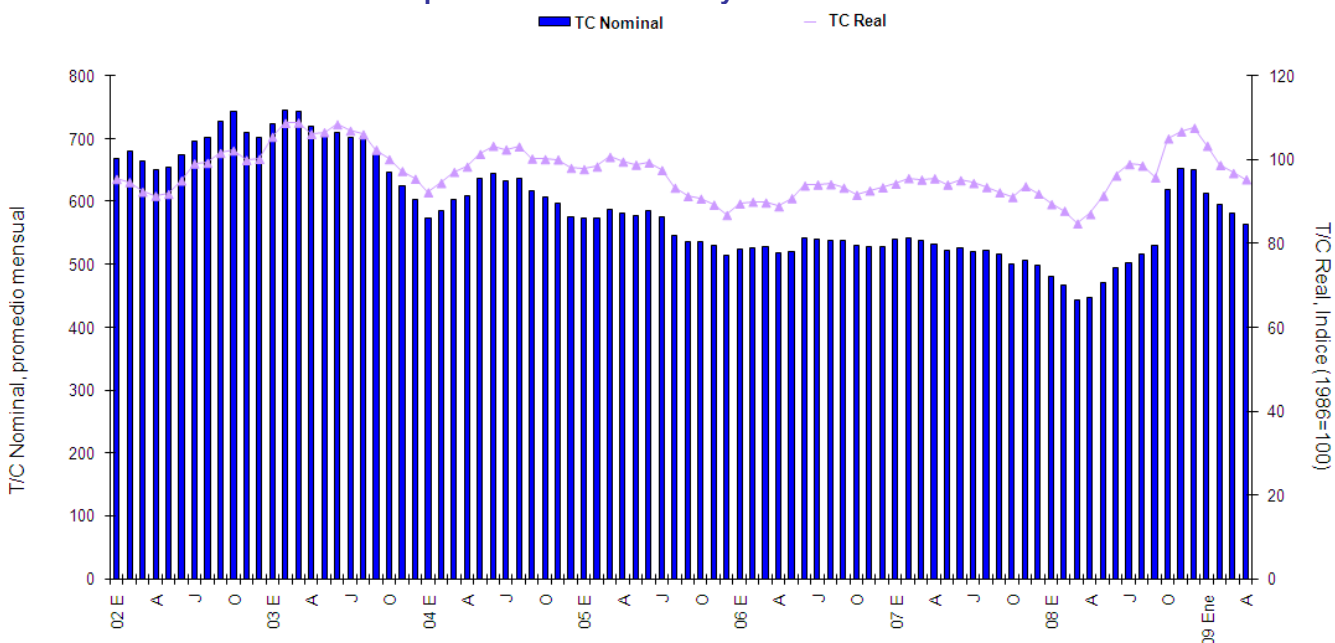
Fuentes: JP Morgan y FMI

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

	2004	2005	2006	2007				2008				2009
				Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I
Argentina	164,2	165,6	170,6	171,8	167,5	170,6	171,2	179,5	173,3	162,6	157,5	165,3
Brasil	94,43	77,58	71,3	68,8	65,1	64,7	61,6	57,1	52,2	56,2	69,7	66,8
Chile	100,3	92,25	86,3	90,5	85,8	85,1	81,0	78,6	83,4	80,5	80,6	77,3
Colombia	105,7	95,51	97,6	92,9	85,0	94,1	92,2	85,3	80,3	93,0	93,5	100,9
Ecuador	87,64	82,85	77,3	81,4	80,8	79,9	76,8	73,0	64,3	74,1	107,0	92,0
México	101,7	96,99	94,5	95,4	93,7	95,2	93,5	93,4	88,9	91,1	110,5	117,1
Perú	100,4	100,5	100,8	101,6	101,4	100,0	97,0	94,3	96,4	92,6	91,5	94,5
Venezuela	100,9	100,6	92,7	84,6	83,2	82,8	81,5	79,2	77,2	68,9	57,3	54,0
Corea	71,07	64,3	58,8	56,3	56,0	55,4	54,2	52,9	51,9	52,1	51,5	57,8
Turquía	104,8	94,97	89,3	90,7	88,7	90,7	93,2	104,8	105,2	112,4	136,8	140,3
Rusia	86,06	81,23	83,7	82,0	79,0	78,1	76,8	83,2	78,7	75,6	83,8	88,9
China	103,8	101,5	99,2	98,0	97,2	96,4	96,8	93,3	90,3	85,1	88,2	85,8

Fuente: JP Morgan

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



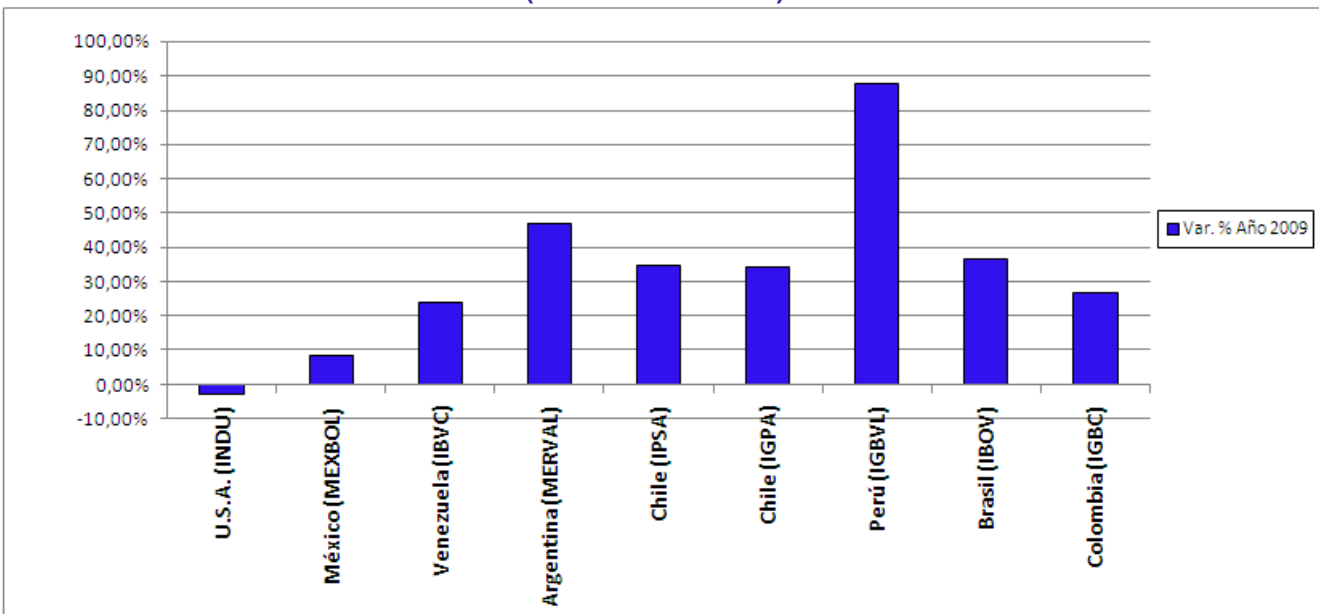
Fuente: Banco Central de Chile

**Cuadro N°4:
Tipo de Cambio al 17 de Junio de 2009
(Moneda local/US\$)***

FECHA	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic. de 2008
Argentina	3,7635		-8,24%
Ecuador	25000		0,00%
Brasil	1,9842		16,65%
Chile	546,75		16,78%
Colombia	2075,55		8,34%
México		13,41	1,90%
Paraguay	5035		-2,98%
Perú	3,004		4,33%
Venezuela	2,1473		0,00%
Uruguay	23,17		5,31%

* Los datos corresponden al día 17 de Junio de 2009.
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico N°2:
Mercados Accionarios 2009: Retornos en US\$ al 17 de Junio de 2009
(var.% durante 2009)**



Fuente: Bloomberg

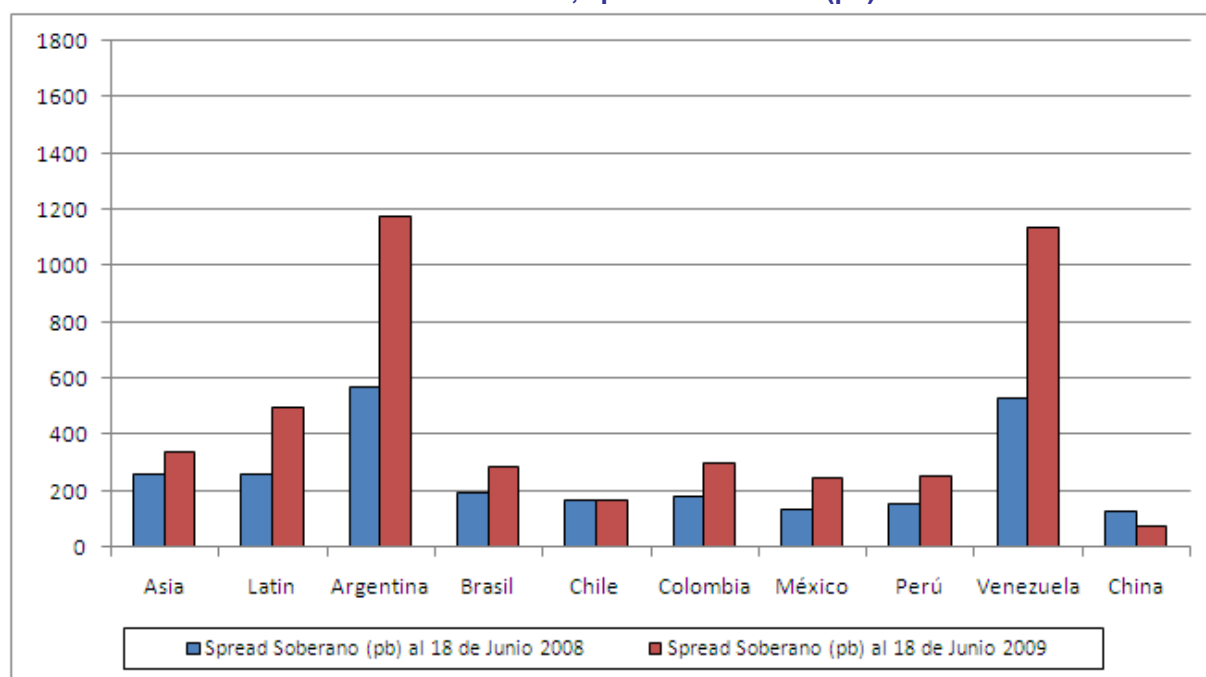
**Cuadro N°5:
Mercado Accionario en Moneda Local***

	Cierre Ayer	Valor al 31 Dic. 2008	Var. % año actual
Dow Jones	8504,67	8776,39	-3,10%
México (MEXBOL)	24224,83	22380,32	8,24%
Venezuela (IBVC)	43476,32	35090,08	23,90%
Argentina (MERVAL)	1586,23	1079,66	46,92%
Chile (IPSA)	3194,83	2376,42	34,44%
Chile (IGPA)	15214,87	11324,07	34,36%
Perú (IGBVL)	13236,38	7048,67	87,79%
Brasil (BVSP)	51205,78	37550,31	36,37%
Colombia (IBOV)	9571,99	7560,68	26,60%

* Los datos corresponden al día 17 de Junio de 2009.

Fuente: Bloomberg

**Gráfico N°3:
Clasificación de Riesgo País (EMBI+)
Índice de Países, spread Soberanos (pb)**



Fuente: JP Morgan

Cuadro N°6:
Proyecciones Tasa de Referencia de Política Monetaria (al 17 de Junio de 2009)

País	Tasa de Referencia					
	12 de Junio de 2009	Jun 09	Sep 09	Dic 09	Mar 10	Jun 10
EE.UU.	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Brasil	9,25	9,25	8,75	8,75	8,75	8,75
México	5,25	4,75	4,00	4,00	4,00	4,00
Chile	0,75	0,75	0,75	1,00	2,00	3,50
Euro Área	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
China	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31

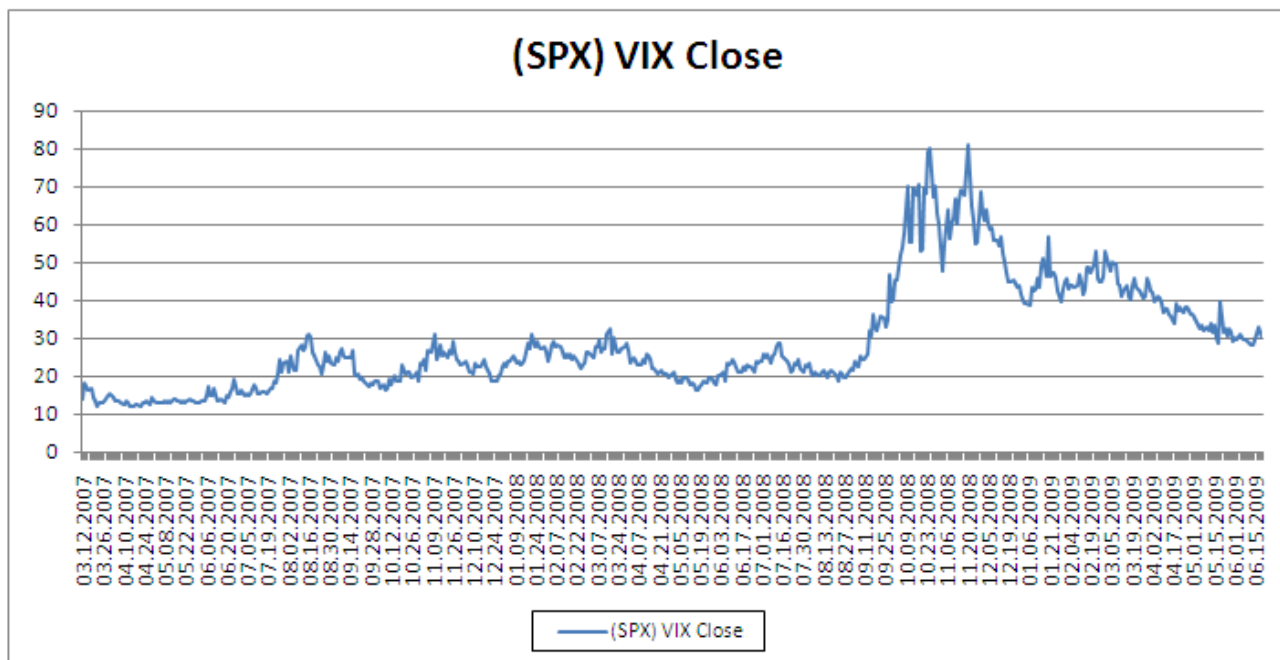
Fuente: JP Morgan

Cuadro N°7:
Futuros de Tasas de Interés de EE.UU. (al 17 de Junio de 2009)

Plazo	17-Jun-09	21-Sep-09	21-Dic-09	21-Jun-10
3 Meses	0,6100	1,7203	1,9936	1,4835
6 Meses	1,1575	1,8613	2,2256	1,4476
1 Año	1,6938	1,9233	1,8437	1,3799
3 Años	2,1590	2,4320	2,6189	2,9583
5 Años	2,9780	3,1818	3,3256	3,5757
10 Años	3,7670	3,8878	3,9738	4,1198
30 Años	4,1340	n/a	n/a	n/a

Fuente: Bloomberg

**Gráfico N°4
Índice VIX
Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos**



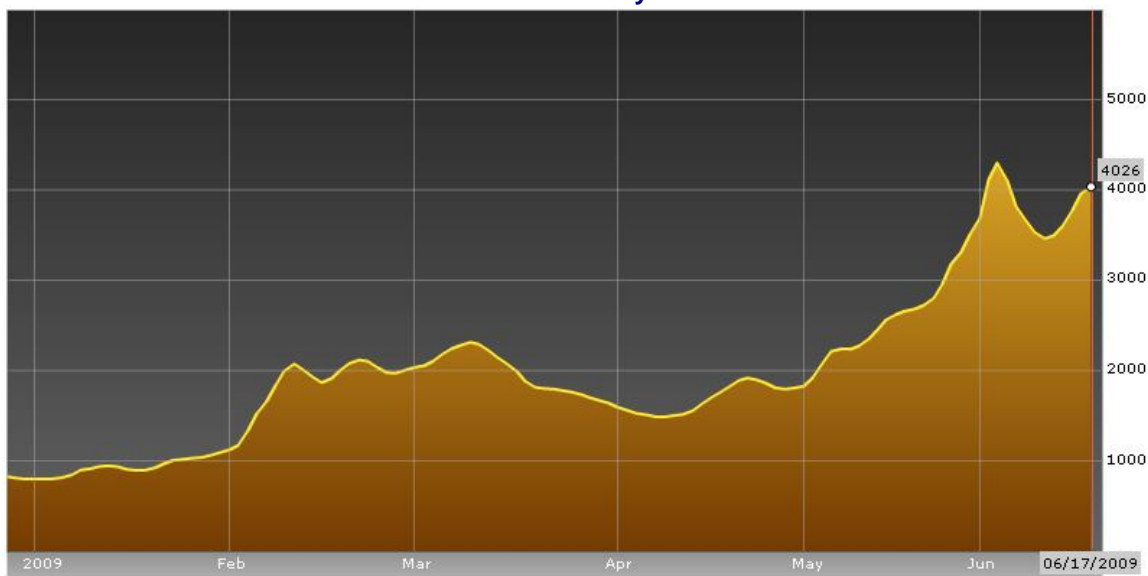
Fuente: Chicago Board of Trade.

**Cuadro N°8:
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 17 de Junio de 2009)**

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
31,47	3,59

Fuente: Bloomberg

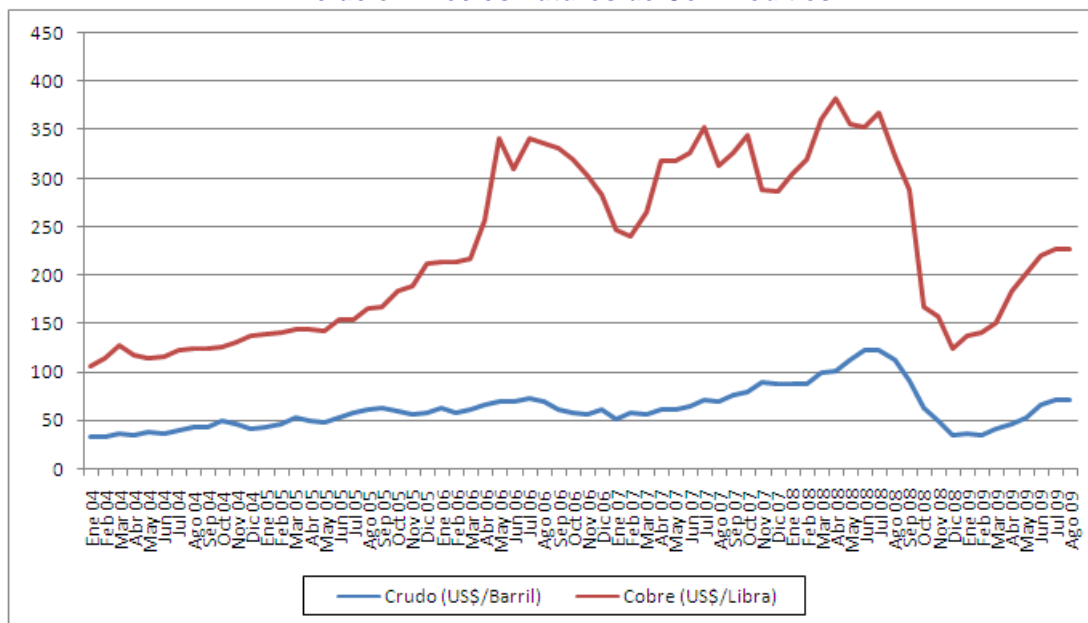
Gráfico N°5
Índice Baltic Dry Index



Fuente: Bloomberg

Nota: El índice Baltic Dry es elaborado por la compañía británica Baltic Exchange y representa un índice de precios del transporte de las materias primas principales (alimentos y metales) a través de las 26 principales rutas oceánicas del mundo. De esta manera, el índice sirve como un proxy de la demanda por materias primas en los principales mercados.

Gráfico N° 6
Evolución Precios Futuros de Commodities



Fuente: Bloomberg