



## Proyecciones Mayo: Gran rescate para los países “PIGS”

En abril reciente, un coro de voces de analistas económicos, incluso el Federal Reserve, daban señales de moderado optimismo respecto a la recuperación, basadas en el flujo de información positiva, especialmente para la economía de Estados Unidos y de algunas economías de Europa con el consiguiente efecto estimulante en los mercados financieros globales. Súbitamente apareció, sin embargo, el problema de la deuda griega, agudizado por una dinámica amenazadora de rápida evolución, debido a la revisión de las cifras, mayores de lo esperado y un déficit fiscal muy superior a lo informado previamente y que, además, supera largamente las expectativas de los mercados. Esto desencadenó una dinámica circular negativa, con riesgos de contagio, ayudada por la falta de determinación y de liderazgo político firme en Grecia y en Alemania, principalmente.

Sorprende, una vez más, que la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional no conocieran con antelación la situación fiscal griega y fueran engañados fácilmente por las autoridades y por las operaciones de derivados de deuda pública griega de Goldman Sachs. Los organismos europeos antes mencionados son los encargados de analizar continuamente, junto con el FMI, la economía griega y prevenir situaciones de riesgo.

Las fuertes protestas públicas en Grecia y en Alemania, combinadas con violencia y muertes, en el caso de Grecia y con la proximidad de una elección importante en Westfalia-Renania del Norte, en Alemania, fueron llevando a pausas en las

**Sorprende, una vez más, que la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional no conocieran con antelación la situación fiscal griega y fueran engañados fácilmente por las autoridades griegas y por las operaciones de derivados de deuda pública griega de Goldman Sachs. Los organismos europeos antes mencionados son los encargados de analizar continuamente, junto con el IMF, la economía griega y prevenir situaciones de riesgo.**

decisiones financieras para afrontar un proceso de crisis larvado, que amenazaba con un colapso financiero de Grecia y con su propagación hacia otras economías de la Unión, endeudadas, deficitarias y vulnerables y, además con un débil manejo de políticas públicas, como era el caso de Portugal y España.

Las ideas keynesianas para contener la crisis global que acentúan la expansión del gasto público “temporalmente” y los déficit fiscales a múltiplos del 3% del PGB estipulado como límite en el tratado de Maastricht, combinados con la política crónica laxo gasto público de la social democracia europea, han conducido a fuertes distorsiones en el sector fiscal, a una caída significativa en la productividad y como consecuencia, a un aumento substancial del desempleo, que genera, a su vez, mayor desequilibrio fiscal y mayor riesgo para la inversión productiva precisamente por riesgos inflacionarios o de eventual colapso financiero debido a un endeudamiento insostenible.

Si no se pone fin oportunamente a la dinámica negativa de rápido deterioro financiero, se llegará velozmente a situaciones límite y extremas cercanas al abismo financiero, por el descontrol de las expectativas de los agentes económicos, agudizadas por los retrasos en las decisiones políticas y las carencias de liderazgo, que es lo sucedido en el caso de Lehman Brothers el 2008 en Norteamérica y ahora en la crisis griega, con riesgo inminente de default soberano y contagio intra Unión Europea.

La respuesta política a la crisis de la Unión Europea en los últimos tres meses, frente al problema creciente de la deuda griega vino por gotas y en cámara lenta. Primero, por la desconfianza de Alemania y Francia en las cifras fiscales entregadas por los griegos, que originalmente eran falsas. Segundo, por la falta de credibilidad en la capacidad política del Gobierno de Grecia, de implementar un programa de ajustes muy duro, pero insustituible, para controlar la situación fiscal desbordada. Y tercero, por el temor del gobierno alemán principalmente, de ser castigado políticamente por los ciudadanos conservadores y disciplinados, por ayudar a un miembro de la Unión Europea, con una cultura de indisciplina y corrupción. Este castigo político al Gobierno de Alemania, como se dijo, se materializó esta semana, con la derrota en Westfalia-Renania del Norte.

Las últimas respuestas magnificadas de la Unión Europea del fin de semana han sido dos, ya exigidas con fuerza por los mercados. La primera, dirigida a Grecia, con un programa de 110.000 millones de euros, en los cuales el Fondo Monetario colabora con 30.000 millones de euros, todo esto en un horizonte de tres años y en los que Grecia se compromete con un programa muy duro de ajuste, en que el déficit fiscal debe bajar de 14% del PIB a un 2,6% en cuatro años.

La segunda respuesta de la Unión Europea a la crisis griega es todavía más masiva, con recursos de hasta 750 mil millones de euros, de los cuales el Fondo Monetario aporta 250 mil millones de euros en líneas de rescate, y el resto proviene de los miembros de la Unión Europea: Alemania aporta el 26% y el resto de países de la

Unión Europea, más Suecia y Polonia, en proporciones declinantes, de acuerdo a su participación en el Banco Central Europeo, hasta Irlanda, que aporta el 2% del total. Los 500 mil millones de euros provenientes de la Unión Europea se componen de dos segmentos: el primero es una facilidad de la balanza de pagos de 60 mil millones de euros y el segundo 440 mil millones de euros de garantías para préstamos.

El gran paquete de rescate se completa con la cooperación del Banco Central Europeo, que realizó un marcado giro en “U” respecto a su política anterior y empezó a comprar bonos de gobierno de la Eurozona, en magnitudes no reveladas, lo que le ha valido críticas de politización y falta de independencia. Adicionalmente, el Banco Central Europeo se unió al Federal Reserve y a otros bancos centrales, como Suiza, por ejemplo, para proveer liquidez extraordinaria a los bancos.

Esto ha llevado al Banco Central Europeo muy cerca del límite que separa la política fiscal y la monetaria, lo cual ha levantado voces de alarma, como la de Axel Weber, Presidente del Bundesbank, en cuanto a su independencia.

El gran paquete de rescate de la Eurozona, junto al paquete de apoyo financiero a Grecia, ha contribuido a tranquilizar, temporalmente, a los mercados financieros y les da tiempo a las economías más vulnerables al contagio para realizar ajustes “creíbles”, que reduzcan sus distorsiones financieras, producto de gasto y endeudamiento excesivo y por otra, para revertir la pérdida de competitividad, sin lo cual no pueden volver a crecer económicamente a tasas razonables para superar el riesgo de insolvencia.

En el caso particular de Grecia, dada la magnitud del ajuste requerido en un horizonte breve de 3 o 4 años, existe cierto escepticismo de que esto pueda ser alcanzado económica y políticamente, mientras se abre camino la conjetura de una eventual reprogramación de deuda y posible salida también de Grecia del marco rígido del euro, que le impondrá una deflación prolongada difícil de resistir, social y políticamente, por lo menos hasta el 2012.

Una duda análoga también existe respecto a otras economías de la Eurozona, a las que se les ha designado como las PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España).

Un inconveniente importante de estos paquetes de rescate financiero es el “riesgo moral” que generan porque alejan el efecto de disciplina de los mercados, mientras extienden un manto protector que no conduce necesariamente a enmendar las malas políticas públicas, especialmente en el plano fiscal o a corregir las rigideces de sus mercados o sus fallas institucionales, que son las verdaderas causas de su problemática.

Existe una cierta antinomia entre la oportunidad de la crisis fiscal de Europa y la percepción de la situación económica global de los primeros dos trimestres del presente año, en que se alcanzarían niveles de crecimiento económico de 3,7% y

3,9%, lo cual es bueno en términos históricos. Destaca la recuperación regional de Asia ex Japón, en los dos primeros trimestres con China expandiéndose en un 13% e India creciendo a tasas ligeramente superiores al 10% en el primer trimestre. La Eurozona, en cambio, está en el otro extremo del vigor del crecimiento, con tasas estimadas de expansión de 1 y 3% en los dos primeros trimestres.

La economía de Estados Unidos mostró una señal muy positiva en los últimos días con un incremento en la contratación de mano de obra y creación de 231.000 puestos de trabajo en abril. Adicionalmente, la semana de trabajo se ha expandido y el sector industrial, a través del índice de manufacturas ISM que subió a 60,4%, da muestras de mayor actividad. La economía norteamericana está dando claras muestras de una expansión autosustentable en el sector real, pero aún subsisten las tensiones en el sector financiero y la desocupación continúa alta, en un 9,9% en abril, ligeramente más elevada que en marzo, cuando llegó a un 9,7%. La tasa de participación en la fuerza laboral continúa relativamente baja (en 65,2%), aún cuando muestra una mejora en los últimos cuatro meses.

En conclusión, las últimas medidas financieras de la Eurozona apaciguan temporalmente a los mercados financieros y dan una fuerte, aunque tardía, señal de compromiso de las autoridades políticas, con las economías de los miembros de la unión monetaria y con el euro. Las nuevas proyecciones económicas de la economía griega, después del programa de ayuda, no son definitivamente tranquilizadoras, vale decir, en el período 2010-2014, sugiriendo que Grecia requiera un apoyo adicional antes de poder volver a los mercados financieros.

Una incoherencia fundamental de la Unión Monetaria Europea es que tiene unidad monetaria sólida con el Banco Central único, pero no tiene unidad fiscal. El Director Gerente del Fondo Monetario Internacional y el comisionado de Asuntos Monetarios de la Unión Europea, Olli Rhen en las últimas horas han propuesto un "sistema de coordinación fiscal cross-border" para la Eurozona.

En el lado positivo, se observa que la recuperación económica global está haciendo un claro progreso en los primeros meses de este año a nivel macroeconómico y de las empresas y bancos con mejores resultados aun cuando queda bastante por hacer.

Cuadro Nº 1

## Proyecciones para las Economías Mundiales

	% Economía Mundial (PPC 2008)	PIB (Var. %)					Inflación (Var. Dic/Dic)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
		2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
<b>TOTAL G7</b>	41.0	2.6	2.5	0.1	-3.5	2.8	1.6	2.9	1.8	0.7	0.9	-2.0	-1.3	-1.5	-1.1	-0.8
USA	20.5	2.7	2.7	0.9	-2.5	3.7	1.9	4.1	1.5	1.5	1.4	-1.5	-1.3	-4.9	-2.9	-3.0
Japón	6.0	2.0	2.3	-1.2	-5.2	3.2	0.3	0.5	1.5	-2.0	-1.2	3.9	4.8	3.3	3.1	3.4
Alemania	4.0	3.4	2.6	1.0	-4.9	1.5	1.3	3.1	1.7	0.5	1.3	6.1	7.6	7.2	8.7	6.5
Francia	3.0	2.4	2.3	0.3	-2.2	1.9	1.5	2.5	2.0	0.6	0.9	-1.3	-1.4	-1.8	-1.3	-2.4
Italia	2.5	2.0	1.6	-1.3	-5.1	1.2	2.0	2.6	2.9	0.7	1.1	-2.6	-2.4	-2.5	-2.2	-2.5
Reino Unido	3.1	2.9	2.6	0.5	-4.9	1.4	2.7	2.1	3.9	2.1	1.4	-3.3	-2.7	-1.5	-1.5	-3.1
Canadá	1.8	2.8	2.3	0.4	-2.6	3.5	1.4	2.4	1.5	0.9	1.7	1.4	1.0	0.5	-2.8	-1.9
<b>Grandes Economías Emergentes</b>	<b>% Economías Emergentes</b>															
China	27.2	11.6	13.0	9.6	8.7	10.8	2.8	6.5	1.2	1.9	2.7	9.1	10.7	9.4	6.3	5.9
Corea	n.a.	5.2	5.1	2.3	0.2	5.8	2.1	3.6	4.1	2.8	3.5	0.6	0.6	-0.6	5.2	1.8
India	11.0	9.7	9.1	6.7	7.2	8.0	6.5	5.5	9.7	12.0	6.0	-1.2	-1.6	-2.5	-1.0	-1.9
Rusia	6.6	7.7	8.1	5.6	-7.9	5.5	9.1	11.9	13.3	8.8	7.5	9.5	5.9	6.1	3.8	4.8
Turquía	n.a.	6.9	4.7	0.7	-4.7	5.1	9.7	8.4	10.1	5.9	5.1	-6.1	-5.9	-5.7	-2.1	-2.5
Euro Área	15.2	3.1	2.7	0.5	-4.0	1.4	1.8	2.9	2.3	0.4	1.3	-0.1	0.1	-1.8	-0.6	0.1
Global	100	3.8	3.8	1.3	-2.5	3.5	2.2	3.6	2.8	1.4	1.8					
Developed Markets	53.9	2.8	2.7	0.3	-3.4	2.7	1.7	2.9	2.0	0.6	1.0	0.0	0.2	-1.9	-0.9	-0.7
Emerging Markets	46.1	7.5	7.8	5.3	1.0	6.7	4.3	6.0	5.8	4.4	4.8	3.9	3.7	2.9	3.0	2.3

Fuentes: JP Morgan y FMI.

Cuadro Nº 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
<b>L.A. (7)</b>	5.6	5.9	4.6	-2.3	5.1	5.0	6.1	8.1	5.3	7.6	1.9	0.8	-0.5	-0.8	-0.8
Argentina	8.5	8.7	9.9	-2.0	4.5	9.8	8.5	7.2	6.5	9.0	3.6	2.8	2.2	1.0	2.0
Brasil	4.0	6.1	5.1	-0.2	7.0	3.1	4.5	5.9	4.3	4.7	1.3	0.2	-1.8	-1.5	-2.9
Chile	4.6	4.6	3.7	-1.5	5.5	2.6	7.8	7.1	-1.1	2.5	4.0	4.5	-2.0	2.1	0.3
Colombia	6.9	7.5	2.4	0.4	3.0	4.5	5.7	7.7	2.0	3.6	-1.8	-2.8	-2.8	-2.4	-3.2
México	4.9	3.3	1.5	-6.5	4.5	4.1	3.8	6.5	4.0	5.1	-0.5	-0.8	-1.5	-1.5	-1.2
Perú	7.7	8.9	9.8	0.9	6.0	1.1	3.9	6.7	0.2	2.0	3.0	1.1	-3.3	-0.3	-0.5
Venezuela	9.9	8.2	4.8	-3.3	-1.5	17.0	22.5	31.9	26.9	45.0	14.3	8.4	12.6	3.2	9.5

Fuentes: JP Morgan y FMI

Cuadro Nº 3

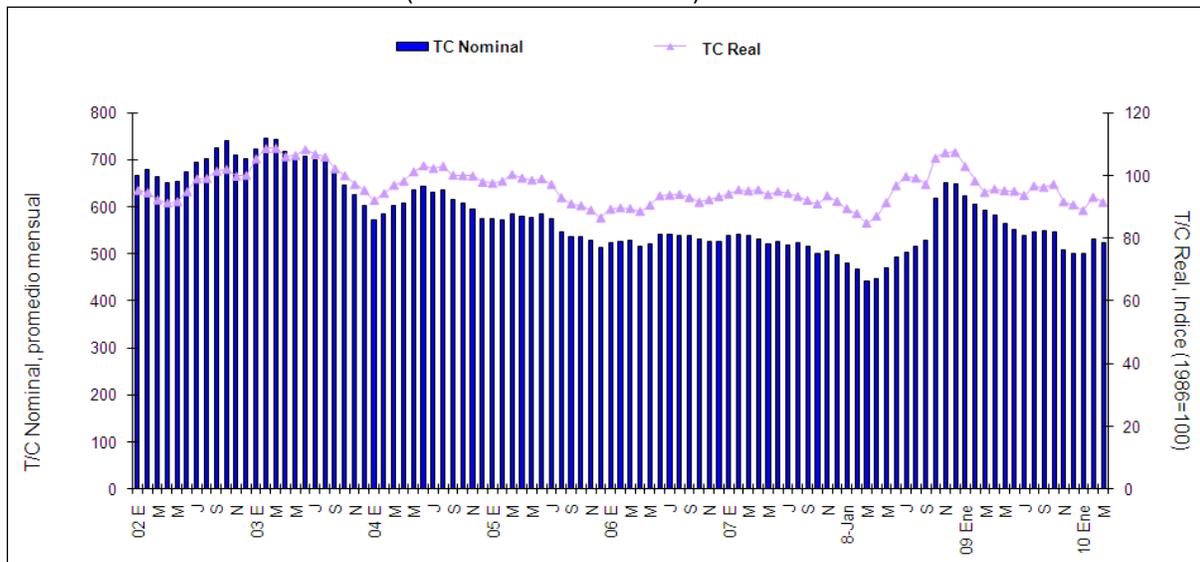
## Panorama de Mercado Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo (Base 2000=100)

	2005	2006	2007	2008				2009				2010
				Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I
Argentina	165.6	170.6	172.4	179.5	173.3	162.6	160.0	168.6	179.5	184.2	175.1	173.0
Brasil	77.58	71.3	64.5	57.1	52.2	56.2	66.6	63.9	59.2	54.7	55.2	52.9
Chile	92.25	86.3	85.3	78.6	83.4	80.5	78.9	78.6	79.0	83.2	79.1	80.4
Colombia	95.51	97.6	90.9	85.3	80.3	93.0	95.0	97.8	89.1	88.0	84.2	80.9
Ecuador	82.85	77.3	79.9	73.0	64.3	74.1	110.1	93.4	90.1	84.5	78.6	76.2
México	96.99	94.5	94.4	93.4	88.9	91.1	113.6	108.1	108.8	107.9	103.3	97.4
Perú	100.5	100.8	100.3	94.3	96.4	92.6	93.5	93.5	96.2	95.0	92.3	90.7
Venezuela	100.6	92.7	83.5	79.2	77.2	68.9	55.6	53.7	51.8	50.7	84.2	93.9
Rusia	64.3	58.8	55.5	52.9	51.9	52.1	55.7	55.9	54.4	52.9	51.2	47.9
Corea	94.97	89.3	92.8	104.8	105.2	112.4	135.7	128.9	126.4	120.3	114.7	111.9
Turquía	81.23	83.7	79.2	83.2	78.7	75.6	84.8	85.3	86.9	87.6	84.5	83.2
China	101.5	99.2	96.6	93.3	90.3	85.1	88.1	85.1	88.7	91.7	88.3	86.7

Fuente: JP Morgan

Gráfico Nº 1

## Tipo de Cambio Nominal y Real en Chile (Promedios Mensuales)



Fuente Banco Central de Chile

Cuadro Nº 4

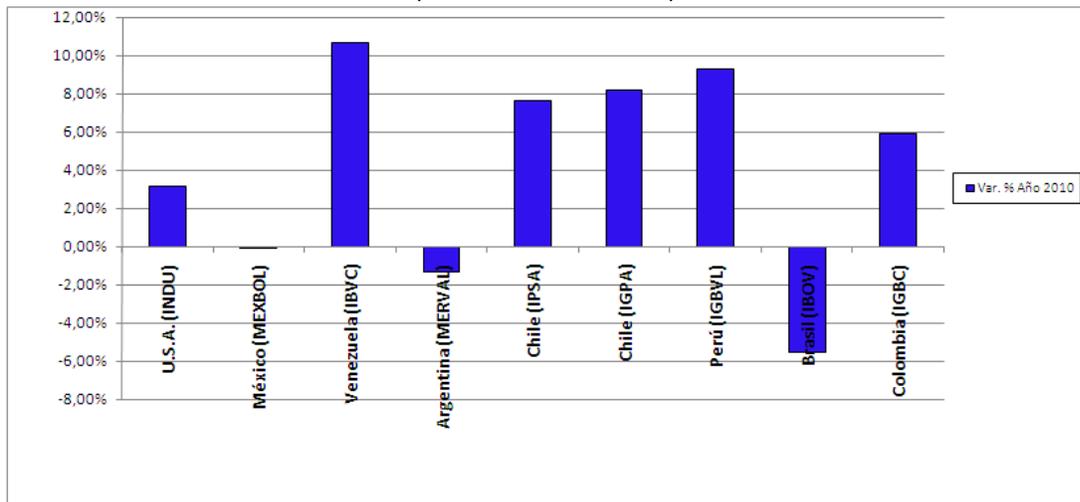
## Tipo de Cambio (Moneda local/US\$)

FECHA	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic. de 2009
Argentina	3.89		-2.39%
Ecuador	25000.00		0.00%
Brasil	1.78		-2.19%
Chile	528.20		-3.93%
Colombia	1973.20		3.58%
México		12.50	4.75%
Paraguay	4745.00		-1.53%
Perú	2.84		1.62%
Venezuela	4.29		-50.00%
Uruguay	19.10		2.09%
Países Euro	1.27		-11.35%
Japón	92.66		0.39%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico Nº 2

## Mercados Accionarios 2009: Retornos en US\$ al 11 de Mayo de 2010. (var.% durante 2010)



Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 5

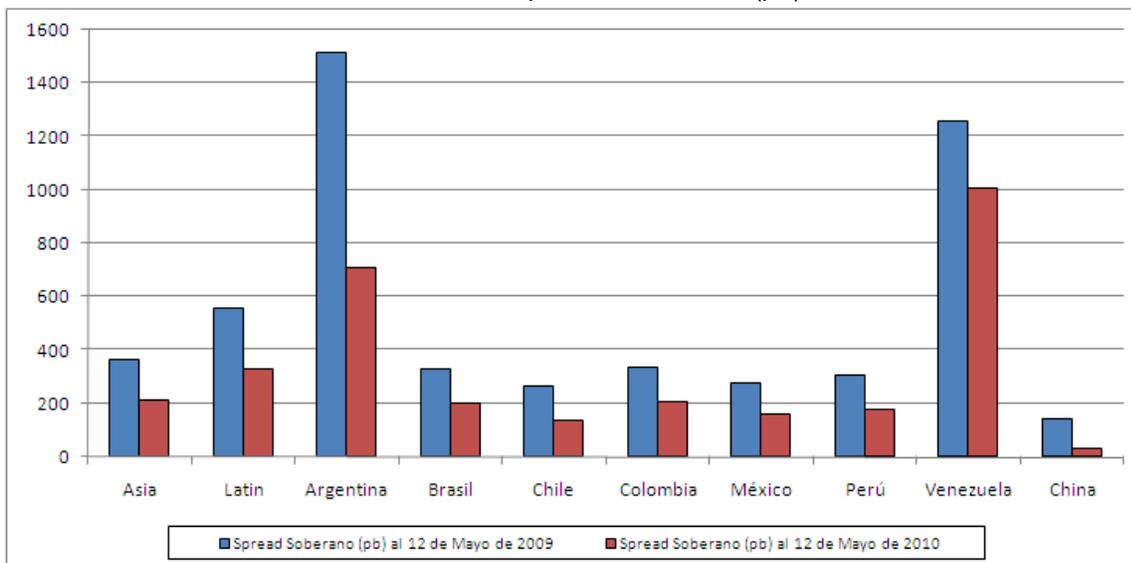
## Mercado Accionario en Moneda Local

	Cierre Ayer	Valor al 31 Dic. 2009	Var. % año actual
Dow Jones	10785.14	8776.39	3.18%
México (MEXBOL)	32276.92	22380.32	-0.02%
Venezuela (IBVC)	61773.47	35090.08	10.70%
Argentina (MERVAL)	2314.94	1079.66	-1.32%
Chile (IPSA)	3851.00	2376.42	7.63%
Chile (IGPA)	17984.27	11324.07	8.20%
Perú (IGBVL)	15420.57	7048.67	9.31%
Brasil (BVSP)	65452.68	37550.31	-5.49%
Colombia (IBOV)	12215.94	7560.68	5.93%

\* Los datos corresponden al día 11 de Mayo de 2010.  
Fuente: Bloomberg.

Gráfico Nº 3

## Clasificación de Riesgo País (EMBI Diversified) Índice de Países, spread Soberanos (pb)



Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 6

Proyecciones Tasa de Referencia de Política Monetaria (al 7 de Mayo de 2010)

País	Tasa de Referencia					
	7 de Mayo de 2010	Jun 10	Sep 10	Dic 10	Mar 11	Jun 11
EE.UU.	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.50
Brasil	9.50	10.25	11.50	12.50	12.50	12.50
México	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75
Chile	0.50	0.75	1.50	2.25	3.75	5.00
Euro Área	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.75
Japón	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
China	5.31	5.58	5.85	6.12	6.39	6.39

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 7

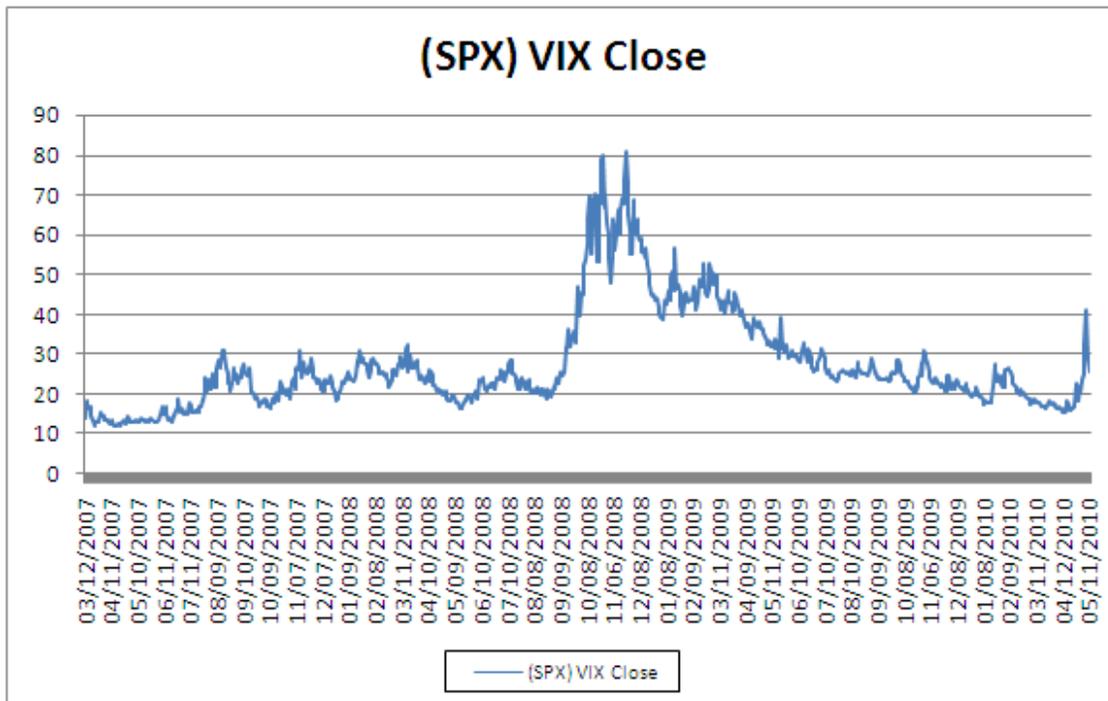
Futuros de Tasas de Interés de EE.UU. (al 11 de Mayo de 2010)

Plazo	13-May-10	13-Ago-10	15-Nov-10	13-May-11
3 Meses	0.4228	0.8092	1.3307	1.1333
6 Meses	0.6185	1.0655	0.5851	1.1425
1 Año	1.0987	1.2789	1.3679	1.1610
3 Años	1.6430	1.8786	2.1045	2.4552
5 Años	2.5130	2.7129	2.9049	3.2105
10 Años	3.5780	3.7004	3.8161	3.9967
30 Años	4.2380	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

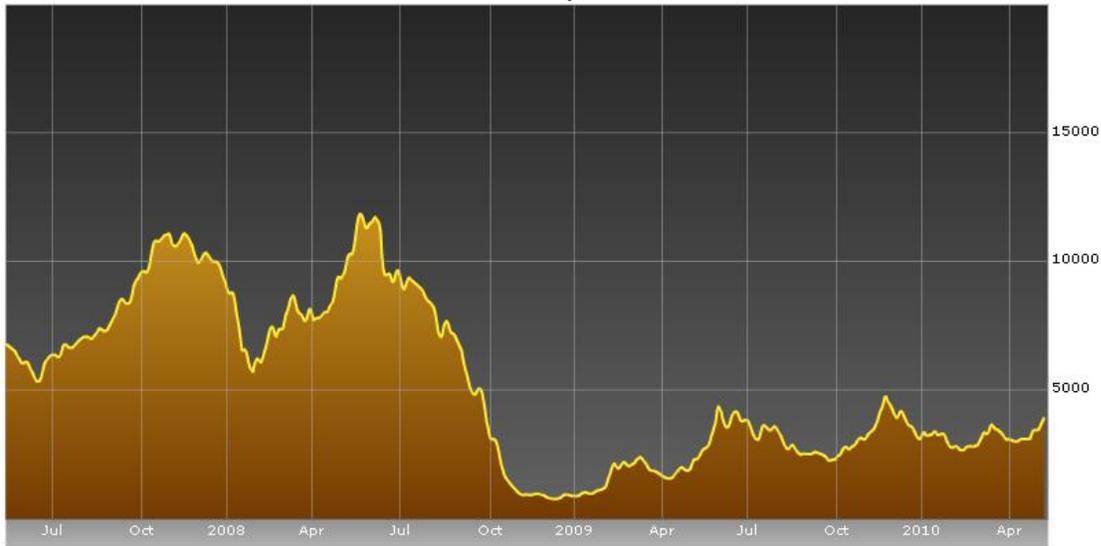
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años  
(al 11 de Mayo de 2010)

<b>Índice VIX</b>	<b>Tesoro USA 10 años</b>
28.36	3.53

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 5

## Índice Baltic Dry Index

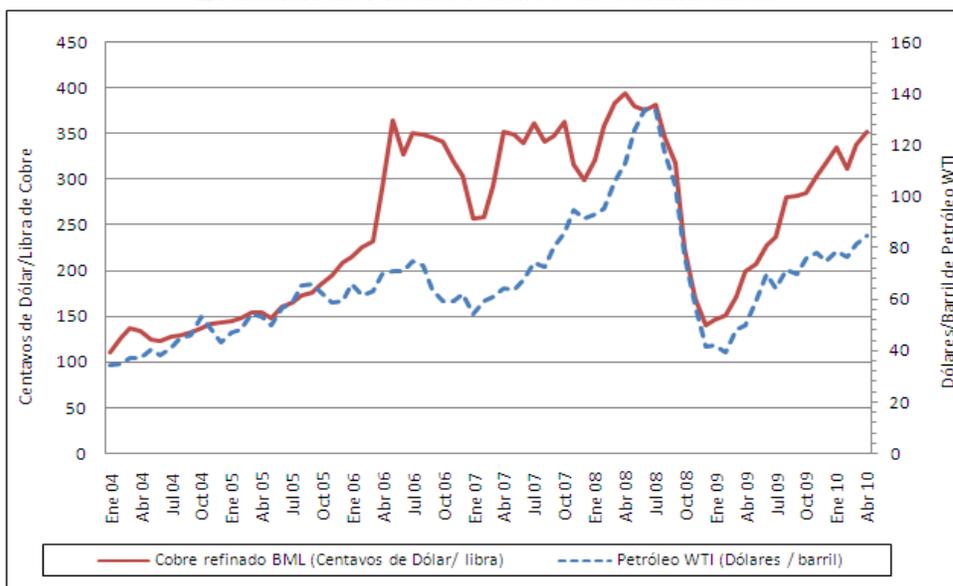


Fuente: Bloomberg

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 de Precios Futuros de Commodities



Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 9

Futuros de Petróleo y Cobre  
(al 11 de Mayo de 2010)

	<b>Crudo WTI (\$/Barril)</b>	<b>Cobre (c.\$/Libra)</b>
<b>Julio 2010</b>	75.88	316.85

Fuente: Bloomberg