

ECONOMÍA
INTERNACIONAL

N° 396, 27 de Agosto de 2007

AL INSTANTE

**PROYECCIONES AGOSTO 2007: VOLATILIDAD
FINANCIERA EN EL MERCADO HIPOTECARIO DE
ALTO RIESGO**

PROYECCIONES AGOSTO 2007

1. Surgen señales positivas en los turbados mercados financieros internacionales y, particularmente, en Estados Unidos.

El Índice de Volatilidad, Vix, de un nivel de más de 30%, ha caído hoy, a uno de 23, que todavía es alto, en relación al 12, en tiempo de normalidad, pero constituye una buena mejora relativa.

El rendimiento del bono del tesoro de 1 mes mejoró su rendimiento, de 2,98 a 3,23%, lo que indica una menor huída a refugiarse (flight to quality) en activos de bajo riesgo y contrario sensu a asumir algo más de riesgo.

El bono de diez años también subió algo, a 4,65% de rendimiento, lo que apunta a un paso de normalización de los mercados financieros. Las relaciones cambiarias de las principales monedas convertibles y, en especial el yen (116 en relación al dólar) van normalizándose inicialmente y la probabilidad de una baja en la tasa de federal funds (0,50 con 60% de probabilidad) ha aumentado en el período que va hasta el 18 de Septiembre, cuando corresponde revisarla por parte de la Fed,

sin perjuicio que pueda adelantarse en su totalidad o parcialmente.

La expectativa respecto a federal funds, actualmente, es que a fines de año la tasa podría estar en 4,5%, descendiendo desde 5,25% actualmente.

2.- El hecho fundamental para ir despejando la oscura nubosidad sobre los mercados que predominaba la semana pasada, ha sido la determinación con que han actuado el Federal Reserve, principalmente, y el Banco Central Europeo y otros bancos centrales del mundo. Sin esa señal, la crisis se habría profundizado seriamente, con consecuencias indudables, de gran significación en la economía real de Estados Unidos y de las principales economías desarrolladas, provocando una espiral con efectos económicos y financieros en el resto del mundo.

3.- La primera señal de gran significación además de las cuantiosas intervenciones inyectando dinero a las economías del Federal Reserve y del Banco Central Europeo, principalmente, fue la declaración de Ben Bernanke, del Federal Reserve (Ben helicopter) de que "utilizaría todos los instrumentos monetarios para contener la

crisis y evitar los efectos negativos en la esfera real de la economía”, luego de lo cual, no sólo bajó la tasa de descuento de 6,25 a 5,75%, sino que aumentó la disponibilidad de recursos por parte de los bancos usuarios de 1 día a 1 mes, renovable. Estas señales fueron poderosas y en ese momento comenzó a verse difusamente una pequeña luz al final del túnel de turbulencia.

4.- Luego, ayer hubo una confirmación de todo lo anterior, con la reunión del senador Christopher Dodd, Ben Bernanke y Hank Paulson, secretario del Tesoro en Capitol Hill en Washington, para confirmar que se usarían todos los instrumentos para contener la turbulencia y la crisis crediticia (credit crunch) y evitar el daño a la economía real.

El problema de las crisis o turbulencias financieras es que pueden ocurrir aún cuando la economía real esté razonablemente sana y a través de una contracción súbita en el crédito, paralizar el consumo y la inversión, y afectar seriamente las expectativas de los agentes económicos en forma espiral, lo que en definitiva afecta a los sectores más vulnerables de la economía y luego al empleo, al consumo y a la inversión.

El Senador Christopher Dodd fue aún más lejos, e indicó que Bernanke, Presidente del FED, no estaba satisfecho con la respuesta del mercado a la baja de la tasa de descuento de fines de la semana pasada.

Esto ha ayudado a la confianza de los inversionistas, que perciben que vendría un recorte, próximamente, en la tasa de federal funds, aún cuando el 7 de Agosto había sugerido que el Federal Reserve se estaba focalizando en la inflación de la economía norteamericana, lo que podía implicar, más bien, un alza que una baja en la tasa de federal funds, o sea, del costo del dinero.

5.- El diferencial de precios entre riesgos altos y bajos se ha ampliado en los

mercados, no sólo respecto al “commercial paper” emitido por empresas no financieras, sino también en otros mercados de Estados Unidos y en los mercados globales. El Secretario del Tesoro Henry Paulson declaró que el crédito está siendo reevaluado y reapreciado en los mercados financieros y de capitales y la FED inyecta liquidez, facilita el proceso para que los mercados se focalicen en el riesgo y en fijar precios a ese riesgo, todo lo cual tomará algún tiempo.

El primer día que siguió a estas declaraciones, el ambiente en los mercados continuó tenso, pero con algunas mejoras. Mientras, han continuado, puntualmente, algunas quiebras de instituciones hipotecarias en Estados Unidos, que están en el orden de las 80 y una suerte de rescate en el Reino Unido.

En Alemania, el CEO del West LB de Dusseldorf señaló “que sentían, en el mercado, que las condiciones por obtener crédito en los bancos de bancos extranjeros se había puesto difícil”. En el intertanto, en Alemania ha habido que rescatar dos bancos respaldados por el Estado, el Sachsen LB y el IKB. Asimismo, el Banco Central Europeo informó que esta semana se había girado una cantidad elevada de mil millones de euros de su facilidad marginal de emergencia de crédito. Hasta ahora, el Banco Central Europeo ha inyectado EVR en los mercados financieros de Europa y al Federal Reserve, más de \$ 100.000 millones.

6.- Simultáneamente al desarrollo y evolución de la turbulencia financiera, se discute críticamente si:

- La burbuja de precios en los activos financieros fue creada por la política de bajas tasas de interés mantenidas por la Fed durante mucho tiempo.

- Si la focalización reciente del Presidente de la FED en la inflación y no en el normal funcionamiento de los mercados financieros (7 de Agosto) no ayudó a generar temor y volatilidad financiera.
- Si el hecho de que Ben Bernanke no estaba probado en sus reacciones frente a emergencias financieras, como Allan Greenspan (el maestro) podría generar dudas o retrasos en decisiones de política monetaria y en privilegiar la normalidad de los mercados, frente a la inflación futura.
- Si los reguladores del sector de hipotecas no fueron excesivamente blandos o indolentes, permitiendo una actividad financiera que ponía en riesgo a los mercados. El mercado de hipotecas de interés variable de alto riesgo es de cerca del 13% del PIB y el total del mercado de hipotecas de renta fija y variable es del orden del 20%.
- Si las agencias de rating no midieron mal los riesgos o lo hicieron tardíamente e indujeron compras de instrumentos de alto riesgo equivocadamente.
- Si la creatividad de instrumentos financieros, a través de ingeniería financiera y los modelos matemáticos usados para evaluarlos no fue o se permitió que fuera muy lejos. En otras palabras, faltó la autorregulación.

7.- La turbulencia financiera, aparte de algunos daños económicos en Estados Unidos a nivel global y en Chile, tiene, por otra parte, algunos claros beneficios, porque pone una nota de prudencia para Bancos Centrales, banqueros privados, instituciones financieras, reguladores e inversionistas.

8.- En el caso de Chile, esta crisis, es una contribución positiva para consolidar la administración de la abundancia, frente a los que creen que la bonanza es eterna y que se puede gastar imprudentemente todos los recursos excedentes o aumentar el gasto público excesivamente, subir remuneraciones en demasía, descuidar la competitividad y generar una demanda global de la economía, que presione la inflación, todo lo cual nos volvería más vulnerables y repetiríamos exactamente los errores del pasado, que han sido extremadamente graves y reiterados, al punto que nos mantienen en un prolongado subdesarrollo, que debiéramos haber superado con mejores políticas públicas y con un nivel de pobreza todavía elevado.

La turbulencia actual debería recordarnos los errores cometidos antes de la crisis de Asia, el 97 y 98, que resultaron en varios años de cuasi-estancamiento económico.

Esta crisis debiera tener beneficios institucionales, si se tiene alguna sabiduría mínima, en el sentido de fortalecer las instituciones que reducen nuestra vulnerabilidad, como el Banco Central independiente, con un Presidente como el actual, de gran prestigio y credibilidad. Dar apoyo a la seria política fiscal actual y al manejo de los excedentes, de manera prudente, así como al Ministro de Hacienda actual, de gran categoría profesional y credibilidad en el exterior.

Finalmente, es necesario mejorar la competitividad con políticas públicas macroeconómicas que mejoren la operación de los mercados internos, den más flexibilidad a la economía, para superar turbulencias o shocks, que necesariamente vendrán, en un contexto cíclico y global y abrir más nuestra economía, tanto en la esfera real como en la financiera, para mejorar nuestra eficiencia, haciendo todo esto con continuidad y no de manera puntual o para superar emergencias. Más vale anticipar que enmendar.

Cuadro N° 1:
Economías Mundiales

	% Economía Mundial (PPC 2005)	PIB (Var.%)					Inflación Var.% 12 meses					Cuenta Corriente Como % PIB				
		2004	2005	2006p	2007p	2008p	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2004	2005	2006p	2007p	2008p
TOTAL G7	41,1%	3,1	2,3	2,7	2,2	2,1	1,9	1,9	2,3	2,0	2,0	-1,9	-2,4	-2,4	-1,9	-2,2
USA	20,1%	3,9	3,2	2,9	2,0	2,0	2,8	3,0	3,2	2,7	2,6	-5,7	-6,4	-6,2	-5,7	-6,1
Japón	6,4%	2,7	1,9	2,2	2,4	2,3	-1,1	-1,3	0,2	-0,1	0,4	3,7	3,6	3,9	4,6	3,9
Alemania	4,1%	1,2	0,9	3,1	2,7	2,1	0,9	0,7	1,8	1,6	1,2	4,3	4,6	5,1	4,6	4,2
Francia	3,0%	2,0	1,2	2,2	1,8	2,1	1,7	1,8	1,9	1,5	1,8	-0,3	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7
Italia	2,7%	1,2	0,1	1,9	1,9	1,6	2,9	2,2	2,2	1,9	1,9	-0,9	-1,6	-2,4	-2,0	-1,9
Reino Unido	3,0%	3,3	1,9	2,8	3,0	2,6	2,6	2,2	2,3	2,4	2,2	-1,6	-2,4	-3,7	-3,3	-2,4
Canadá	1,8%	3,3	2,9	2,8	2,3	2,7	3,0	3,2	2,0	2,4	2,4	2,1	2,3	1,6	2,4	2,8
Grandes Economías Emergentes	% Economías Emergentes															
China	31,4%	10,1	10,4	11,1	11,3	10,5	3,9	1,8	1,5	3,3	3,3	3,6	7,2	9,4	10,2	7,4
Corea	n.a.	4,7	4,2	5,0	4,6	5,1	2,7	-0,2	2,2	2,5	3,1	4,1	1,9	0,7	-0,1	-0,6
India	13,1%	7,8	9,2	9,4	8,0	7,5	3,8	4,2	5,8	6,0	5,3	0,1	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3
Rusia	5,4%	7,2	6,4	6,7	7,2	6,8	10,9	12,7	9,8	8,2	7,2	9,9	10,9	9,6	4,3	-1,1
Turquía	n.a.	8,9	7,4	6,1	5,0	6,0	8,6	8,2	9,6	8,8	5,5	-5,2	-6,3	-7,9	-6,3	-5,5
Euro area	14,8%	2,0	1,4	2,9	2,7	2,1	1,9	1,9	2,2	2,0	2,0	1,0	0,1	-0,1	0,3	0,4
Global	100%	3,8	3,1	3,6	3,3	3,3	2,4	2,7	2,7	2,5	2,5					
Developed Markets	52,3%	3,3	2,5	2,8	2,4	2,5	1,9	1,9	2,3	2,0	2,0	-0,8	-1,4	-1,8	-1,5	-1,6
Emerging Markets	47,7%	7,0	6,1	6,9	6,6	6,4	4,8	4,7	4,3	4,4	4,4	2,5	3,4	4,0	3,5	2,1

Fuente: The Economist, JPMorgan, FMI y LYD.

Cuadro N°2:
Economías Latinoamericanas

	PIB (Var.%)					INFLACIÓN (Var.% 12 meses)					Cuenta Corriente Como % del PIB				
	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2004	2005	2006p	2007p	2008p
L.A (7)	6,4	4,7	5,5	5,3	4,9	5,9	6,6	5,6	5,2	5,8	1,4	1,5	1,9	0,7	-0,4
Argentina	9,0	9,2	8,5	8,0	6,0	4,4	9,6	10,9	8,8	9,9	2,1	1,9	3,8	2,8	1,8
Brasil	5,7	2,9	3,7	5,0	4,7	6,6	6,9	4,2	3,3	3,7	1,8	1,6	1,3	1,1	0,1
Chile	6,0	5,7	4,0	6,0	5,0	1,1	3,1	3,4	2,8	3,2	1,7	0,6	3,6	3,0	0,0
Colombia	4,9	5,3	6,8	6,8	5,5	5,9	5,0	4,3	5,7	4,7	-1,0	-1,6	-2,1	-3,2	-3,2
México	4,2	2,8	4,8	2,8	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	3,7	-1,0	-0,6	-0,2	-1,8	-2,6
Perú	5,2	6,4	7,8	7,0	6,0	3,7	1,6	2,0	1,2	2,2	0,0	1,3	2,2	1,2	-0,2
Venezuela	18,3	10,3	10,3	7,0	3,5	21,7	15,9	13,7	18,5	27,5	13,8	17,8	14,9	5,4	1,6

Fuente: The Economist, JPMorgan, FMI y LYD.

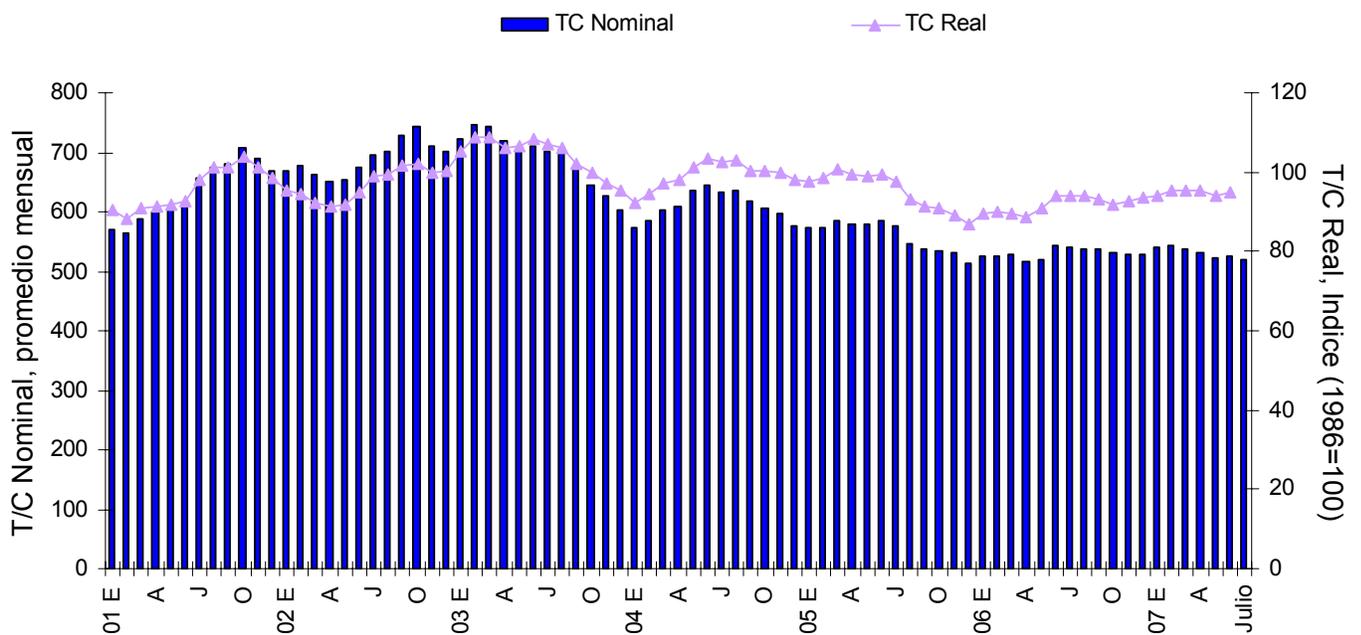
**Cuadro N°3:
Panorama de Mercado**

**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
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	170,6
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
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
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
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	79,6
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
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
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
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
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	88,6
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
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

Fuente: JP Morgan.

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



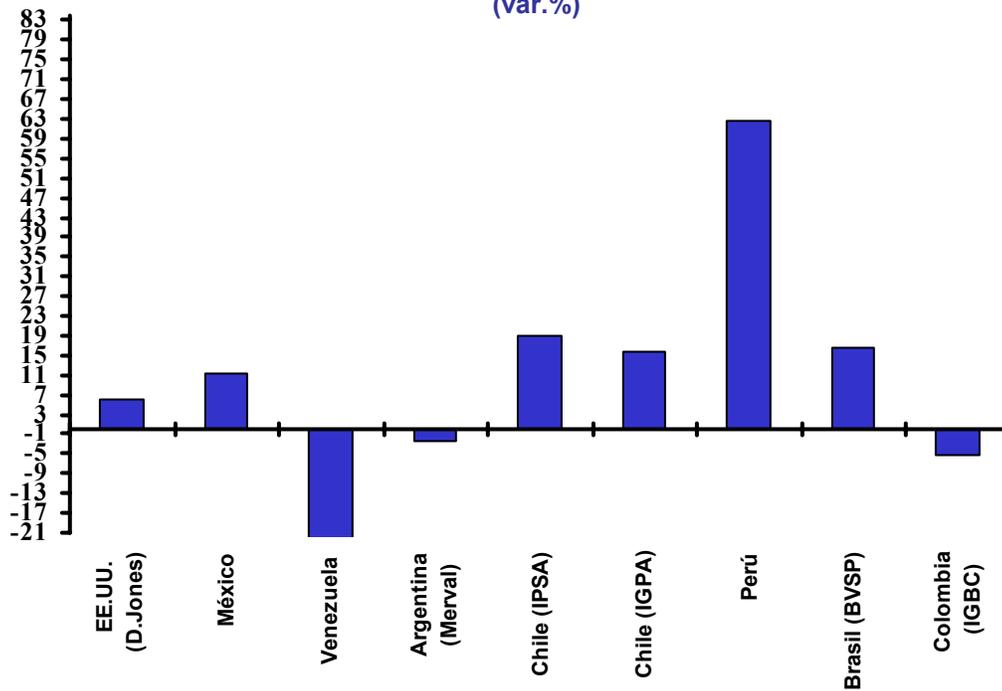
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro N°4:
Tipo de Cambio al 24 de Agosto de 2007
(Moneda local/US\$)

24/08/2007	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic 06
Argentina	3,17000/3,175		0,0317
Ecuador	25000/0		0,0000
Brasil	1,9412/0,9432		0,0217
Chile	523,50/524,00		0,0011
Colombia	2102,80/2105,40		0,1117
México		10,9985/11,01	0,0250
Paraguay	5100/5150		0,0119
Peru	3,1630/3,1640		-0,0013
Venezuela	2144,60/150,00		0,0000
Uruguay	23,550/3,750		-0,0063

Fuente: Bloomberg

Gráfico N°2:
Mercados Accionarios 2007: Retornos en US\$ a la Fecha, 23 de agosto de 2007
(var.%)



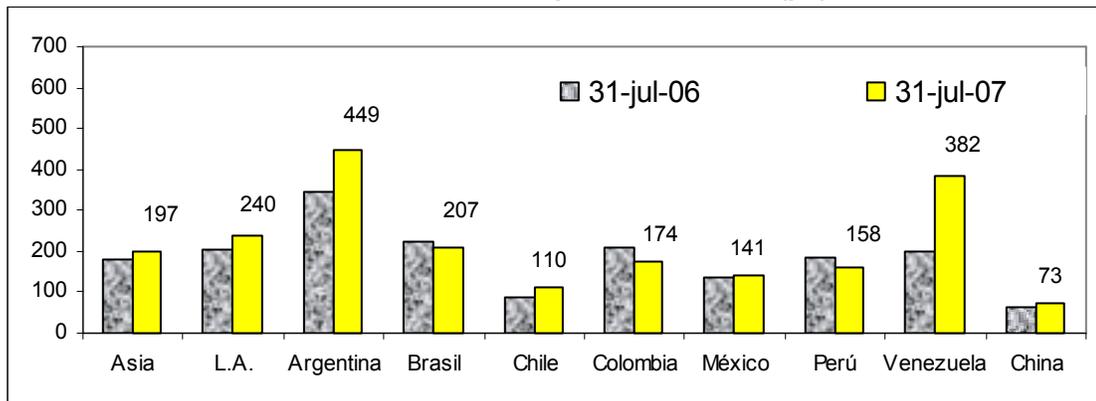
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N°5:
Mercado Accionario en Moneda Local
23 de Agosto de 2007

	CIERRE AYER	Valor al 31 Dic 2006	Var. %
Dow Jones	13.236,5	12.463	6,21
México	29.607,2	26.448	11,94
Venezuela	40.663,1	52.234	-22,15
Argentina(MERV)	2.065,8	2.090	-1,18
Chile (*IPSA)	3.162,6	2.693	17,43
Chile (IGPA)	14.215,8	12.374	14,89
Perú	22.283,7	12.884	72,95
Brasil (BVSP)	52.434,0	44.474	17,90
Colombia (IGBC)	10.699,1	11.030	-3,00

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 17 de Agosto de 2007)

País	Tasa de Referencia					
	17 de Agosto de 2007	Sep 07*	Dic 07*	Mar 08*	Jun 08*	Dic 08*
EE.UU.	5,25	5,00	4,75	4,75	5,00	5,50
Brasil	11,50	11,25	10,75	10,25	10,00	10,00
Mexico	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Chile	5,50	5,75	6,00	6,25	6,25	6,25
Euro area	4,00	4,00	4,25	4,50	4,75	4,75
Japón	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
China	6,84	6,84	7,11	7,38	7,38	7,38

Fuente: JP Morgan

Cuadro N°7:
Futuros de Tasas de Interés de E.E.U.U. (al 23 de Agosto de 2007)

Plazo	23-ago-07	27-nov-07	27-feb-08	27-ago-08
3 Meses	5,5050	5,2832	4,8735	4,7449
6 Meses	5,4313	5,1131	4,8688	4,7031
1 Año	5,2188	5,0201	4,8437	4,6199
3 Años	4,9730	4,9297	4,9081	4,9486
5 Años	5,0850	5,0707	5,0706	5,1227
10 Años	5,3260	5,3212	5,3245	5,3597
30 Años	5,5590	n/a	n/a	n/a

Fuente: Blomberg.