

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 407, 26 de Noviembre de 2007

AL INSTANTE

PROYECCIONES NOVIEMBRE 2007: NUEVAS ONDAS DE VOLATILIDAD FINANCIERA

Las últimas semanas, los mercados financieros se han caracterizado por una alta volatilidad y cuantiosas intervenciones del Federal Reserve, proveyendo fondos al mercado con el objetivo de moderar los efectos de la crisis de crédito subprime. (El índice de volatilidad VIX está en un nivel de 26, más del doble de lo normal).

Últimamente, el Jefe de Estrategia de Wells Capital Management, Jim Paulsen, describió la principal característica de los mercados en ese momento como de “miedo”. Las causas de esta situación negativa han sido un ciclo de malas noticias, provenientes de las instituciones financieras que habrían hecho importantes castigos en el tercer trimestre de este año, seguido de anuncios o estimaciones de nuevos castigos, para el cuarto trimestre.

Ha habido, también, bastante especulación sobre castigos en los balances de bancos comerciales y de inversión en Europa y Estados Unidos, a veces mayores de los que están sucediendo en la realidad debido a la falta de transparencia, que genera incertidumbre y un sentimiento de ansiedad en los mercados, los cuales tienden a un “overshooting”, en ambientes de gran

tensión. Los castigos de los bancos e instituciones financieras llegarían a unos US\$ 50.000 millones, para el 3° y 4° trimestre, de este año.

Noviembre ha sido un mal mes en la evolución de la crisis de crédito originada en las hipotecas subprime en agosto pasado.

Una señal de lo anterior, son las inyecciones de fondos de la Fed a los mercados financieros, que en noviembre suman más de US\$ 120 mil millones, en 15 días, mientras en todo septiembre alcanzaron una cifra algo inferior y en octubre estuvieron por debajo de los US\$ 50.000 millones.

El nivel alto de volatilidad, tensión y súbitas demandas de liquidez de los mercados financieros, no va a aquietarse hasta que no se conozca dónde están radicadas las pérdidas que ha originado la crisis subprime, que se estiman en una cifra, para Europa y Estados Unidos, cercana a los US\$ 400 mil millones, según Goldman Sachs y otros analistas financieros. Cabe señalar, sin embargo, que las estimaciones iniciales eran cercanas a los US\$ 200 mil millones, hace

poco más de un mes, antes de los primeros “disclosures” de bancos.

Si las cifras son tan grandes y, más aún, crecientes, debido a la dinámica de la crisis, pueden afectar el capital y la solidez de algunas instituciones financieras significativas y generar menor disponibilidad de crédito en los mercados y en condiciones más onerosas, no sólo en la etapa de emergencia de la crisis, sino en un período más largo. Ya se han hecho algunos cálculos, considerando los castigos y sus efectos en el capital y en las exigencias de Basilea II (regulación de capital de los bancos), que estiman una contracción del crédito, de más de US\$ 2,0 trillones.

Se ha observado, también en este mismo sentido, que los spreads de riesgo soberano han subido significativamente, incluso en los últimos días, para los países emergentes. Así, por ejemplo, en el caso de Chile, el riesgo soberano estaba, antes de la crisis, a un nivel, aproximado, de 80 puntos básicos sobre los papeles de tesorería de USA del mismo plazo y ahora está en 140pb, lo cual sólo en este aspecto, desmiente la peregrina tesis respecto a que la economía chilena “no será afectada por la crisis subprime”.

Otro ejemplo de instituciones globales afectadas por la crisis subprime es el caso de Citigroup, que salió recientemente a colocar bonos por US\$ 4 mil millones a 10 años, y el mercado le exigió un rendimiento de 6,125%, o sea, 190 pb más que los bonos del tesoro de 10 años y 118 pb más que lo correspondiente a pagarés similares, colocados hace un mes atrás. Esta es la tasa más alta pagada por Citigroup en su historia.

La primera quincena de noviembre ha sido un punto álgido de la crisis subprime, debido a un rebrote de malas noticias, tanto financieras como económicas, que obedece, en parte, a que

se va develando el componente de “pudrición” (rot), que va dejando la crisis subprime y el cumplimiento de requisitos de información que se fueron difiriendo, porque existen incentivos muy fuertes, que operan sobre los altos ejecutivos financieros. Tanto la inducción a tomar altos riesgos, con recursos de terceros, como la tendencia a diferir la información, están asociadas a una suerte de “riesgo moral” (moral hazard) que surge, en parte, del sistema y magnitud de las remuneraciones, indemnizaciones y pensiones de los altos ejecutivos, que se pagan a todo evento, en Estados Unidos, principalmente.

La visión de economistas, financistas y las intervenciones masivas de los bancos centrales, señalan que la crisis subprime aún está en proceso de evolución, en una etapa de gran complejidad, que no es ni siquiera bien comprendida del todo, ni por los agentes del mercado, que cometen a diario grandes errores de estimación, ni por las autoridades monetarias, que han ido cambiando la percepción de la crisis y han sido, además, sorprendidas por las magnitudes, en que han tenido que involucrarse, para tranquilizar a los mercados y evitar un hecho catastrófico.

Si bien el diagnóstico de las autoridades económicas y financieras de los mercados maduros ha sido débil, sus acciones han sido correctas y acompañadas de fuerte determinación en los momentos críticos. Esta ha sido la opinión reciente de Thomas Sargent, Premio Nóbel de Economía, que visitó Chile, recientemente, quien además señala, “lo que no se sabe, en definitiva, es quién pagará los costos de la crisis: el consumidor, a través de más inflación, o el que hizo los préstamos subprime.”

En esta primera quincena de noviembre se empieza a percibir, más claramente, el segundo aspecto de la crisis, es decir, el efecto de la crisis financiera y de crédito subprime sobre la economía real, lo

cual llevará a una desaceleración de la economía de Estados Unidos y probablemente, también, de Europa y Japón, el año próximo.

El Premio Nóbel de Economía, Joseph Stiglitz, está hablando, en este momento, de una “desaceleración severa” de la economía norteamericana y otros analistas, incluso el Economist, ven en el horizonte una recesión, cuyo grado, por el momento, se estima leve o suave. No obstante, se percibe también un sutil cambio en los porcentajes de probabilidades, que se asignan a la ocurrencia de una recesión. Hace un mes, se consensuaba una cifra de 30 a 40% y ahora las estimaciones están más cerca de un 50% y algunos, incluso aventuran una probabilidad más alta.

El Fondo Monetario, la OECD, los analistas privados y hasta las autoridades económicas oficiales, han ido bajando las proyecciones de crecimiento, a medida que se levanta el velo de la crisis subprime y se elevan los precios del petróleo a niveles muy altos, superiores a \$ 90 dólares el barril. Últimamente, al término de la reunión de la OPEP, ha estado en \$ 98 dólares, pero ya ha rozado los cien dólares y la OPEP ha anunciado que no aumentará la oferta ni la producción de petróleo.

Desafortunadamente, el alza del precio del petróleo afecta, en alguna medida, la inflación, que está en USA y Europa en un límite muy frágil y adicionalmente esas alzas tienen un efecto contractivo sobre las economías y el aumento inflacionario rigidiza el campo de acción de los bancos centrales vis a vis la crisis financiera, porque su mandato principal o único, en ciertos casos, es controlar la inflación. El ejemplo más notorio es el Banco Central Europeo, en que la inflación limita las posibilidades de una política monetaria más expansiva.

Las informaciones de la economía real son mixtas, pero aumentan gradualmente el sesgo sombrío, en los últimos días.

Por una parte, la producción industrial cayó, en la semana pasada, -0,5, mientras se esperaba +0,1%, para el mes de octubre. La confianza del consumidor, elemento muy importante, ha descendido, de niveles de 80 a niveles de 75. Se conoció, también, la reciente noticia que el Banco HSBC hará una sustancial provisión, porque está experimentando una fragilidad en el área de las tarjetas de crédito para consumo. Los precios de las viviendas, en promedio, han continuado cayendo en los últimos meses (-5% en promedio) y las hipotecas aumentan su morosidad. En consecuencia, el sector habitacional aún no se estabiliza.

En el lado positivo, la cifra de crecimiento del tercer trimestre revisado se estima que llegará al 4,9% y la creación de empleo, en octubre, fue de 166 mil empleos y se esperaban 85 mil. La productividad de la economía subió en 4,9% trimestral, en el tercer trimestre. Las ventas de retail subieron en base trimestral 3,6%. Por último fueron positivos los inicios de construcción de viviendas, se esperaba 1.200 miles y fueron 1.170 miles.

El gasto real en consumo está perdiendo gradualmente la velocidad en los últimos dos meses y creciendo a tasas mensuales de 0,1% o menos.

Los indicadores económicos que miran hacia el futuro están mostrando una lectura de un caso de fuerte reducción de la expansión económica, en un horizonte de corto plazo. Ejemplos de lo anterior, son la acumulación de inventarios en el 3er trimestre. Otro es el alto precio del petróleo, que exprime el poder de compra del consumidor.

Las condiciones de oferta de crédito han cambiado negativamente, los estándares de préstamo se han restringido y la demanda de crédito de los consumidores se ha debilitado, por lo tanto ha surgido una fragilidad de oferta y de demanda del crédito. La tensión (stress) en los mercados de crédito se ha vuelto más severa en los últimos días y prácticamente todos los spreads de créditos han subido por encima de los niveles más altos de agosto. Los prestamistas e inversionistas se han vuelto más adversos al riesgo.

Está operando, también, un efecto riqueza que afecta al consumidor, por la caída de precios de las casas, la volatilidad de los mercados bursátiles y por la incertidumbre, que ha permanecido por varios meses en niveles altos.

La tasa de interés ha caído bruscamente en el bono del Tesoro a 10 años, hasta un 4,00%, a comienzos de la semana, lo cual denota la fragilidad del entorno económico de USA.

En el ámbito de las economías y mercados emergentes, aún se discute y se confía en el grado de preparación de esas economías y en sus fundamentos, fortalecidos por el ciclo económico y altos precios de commodities, para afrontar la desaceleración de las economías desarrolladas y continuar, a su vez, siendo un elemento de estabilización de la economía global.

En el caso de los mercados financieros emergentes, que no han sido contaminados por la crisis subprime, el punto de debate es cuál es el grado de “decoupling”, desligamiento de los mercados bursátiles de economías desarrolladas y si gracias a los altos precios y a la demanda de sus productos básicos podrán continuar su expansión económica. Lógicamente, mucho dependerá de la profundidad y extensión de la deceleración de las economías desarrolladas y de la acción estabilizadora que puedan desarrollar los bancos centrales de las economías con mercados financieros maduros ♦

**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	2,2	2,1	2,0	2,3	2,3	2,8	1,9	-1,8	-2,3	-2,4	-2,0	-2,2
USA	19,7%	3,6	3,1	2,9	2,1	2,3	2,7	3,4	3,2	3,9	2,3	-5,5	-6,1	-6,2	-5,7	-6,1
Japón	6,3%	2,7	1,9	2,2	1,8	1,7	0,0	-0,3	0,3	0,2	0,5	3,7	3,6	3,9	4,6	3,9
Alemania	3,9%	1,1	0,8	3,1	2,6	1,9	1,8	1,9	1,8	2,6	1,2	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	1,9	2,3	1,9	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	2,2	2,3	2,5	-0,9	-1,5	-2,4	-2,0	-1,9
Reino Unido	3,2%	3,3	1,8	2,8	3,1	2,3	1,3	2,0	2,3	2,1	2,4	-1,6	-2,5	-3,7	-3,3	-2,4
Canadá	1,7%	3,1	3,1	2,8	2,4	1,8	1,8	2,2	2,0	2,4	1,5	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	4,7	4,9	3,6	2,8	2,2	2,4	3,4	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	6,2	5,9	0,1	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Rusia	2,6%	7,2	6,4	6,7	7,5	6,8	10,9	12,7	9,7	10,9	8,6	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	8,1	6,3	-5,2	-6,2	-7,9	-6,3	-5,5
Euro area	14,7%	2,0	1,5	2,9	2,6	1,9	2,1	2,2	2,2	2,7	2,1	1,1	0,3	-0,1	0,3	0,4
Global	100%	5,3	4,8	3,6	3,3	3,0	2,5	2,7	2,7	3,3	2,5					
Developed Markets	52,0%	3,2	2,5	2,8	2,4	2,1	2,0	2,3	2,3	2,7	1,9	-0,7	-1,3	-1,8	-1,5	-1,6
Emerging Markets	48,0%	7,0	6,3	6,9	6,8	6,3	4,9	4,6	4,3	5,6	4,6	2,5	3,4	4,0	3,5	2,1

Fuente: JPMorgan y FMI .

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

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

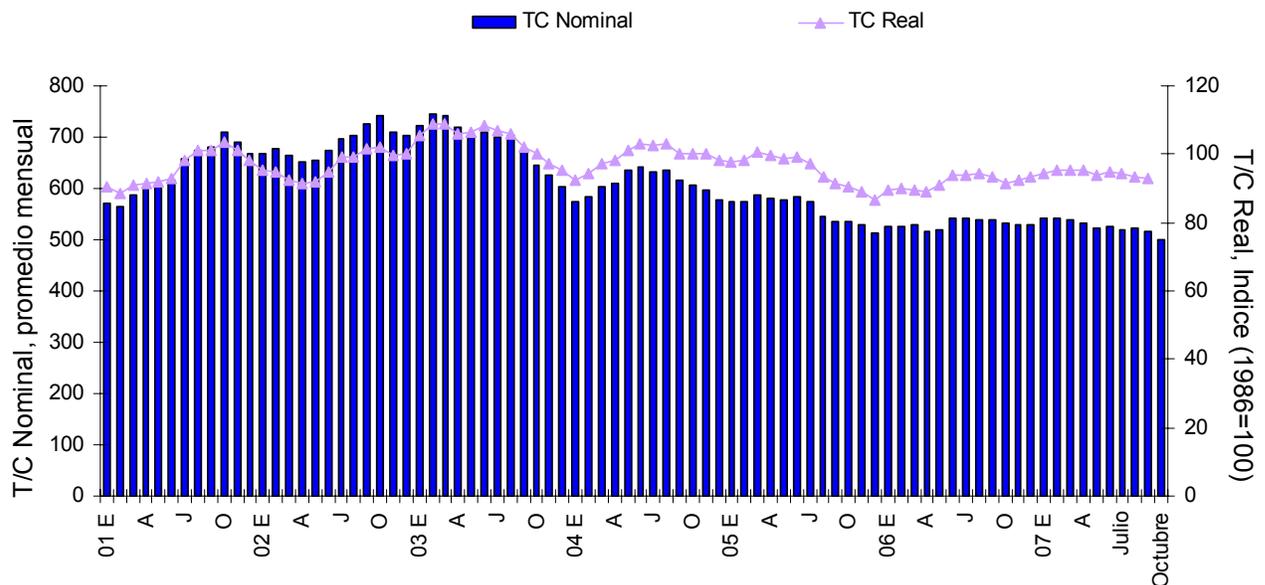
**Cuadro N°3:
Panorama de Mercado
Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo
(Base 2000=100)**

	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**



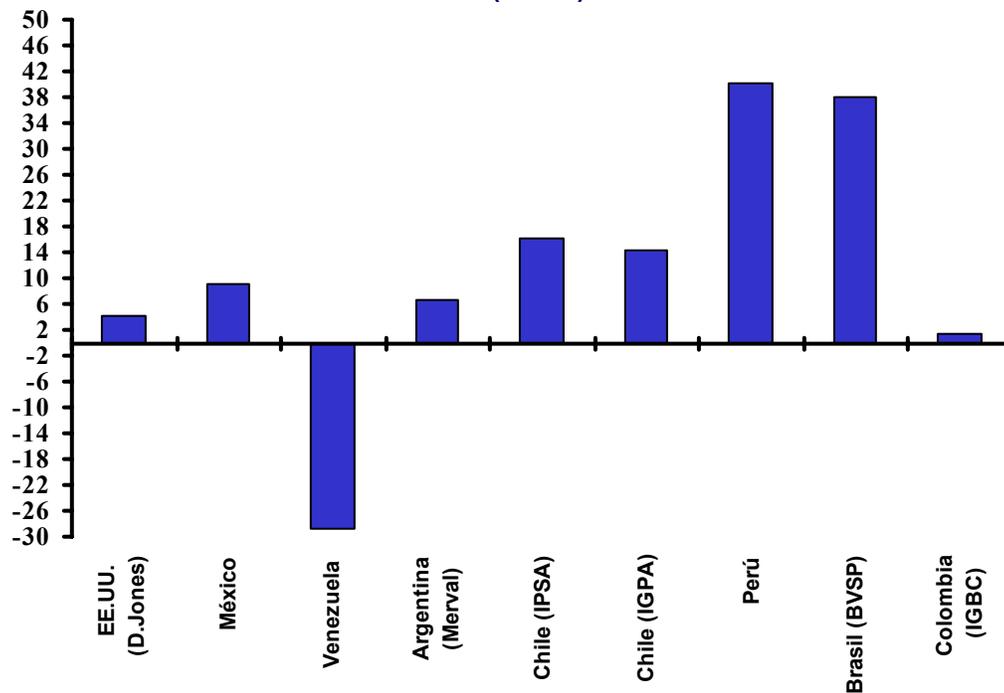
Fuente: Banco Central de Chile.

**Cuadro N°4:
Tipo de Cambio al 26 de Noviembre 2007
(Moneda local/US\$)**

26/11/2007	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic 06
Argentina	3,14200/3,143		0,0226
Ecuador	25000/0		0,0000
Brasil	1,8270/1,8280		-0,0384
Chile	514,19/514,50		-0,0167
Colombia	2091,00/2092,00		0,1054
México		10,9860/10,989	0,0239
Paraguay	4700/4760		-0,0675
Peru	3,0160/3,0190		-0,0477
Venezuela	2144,60/150,00		0,0000
Uruguay	21,800/2,000		-0,0802

Fuente: Bloomberg

**Gráfico N°2:
Mercados Accionarios 2007: Retornos en US\$ a la Fecha, 26 de Noviembre de 2007
(var.%)**



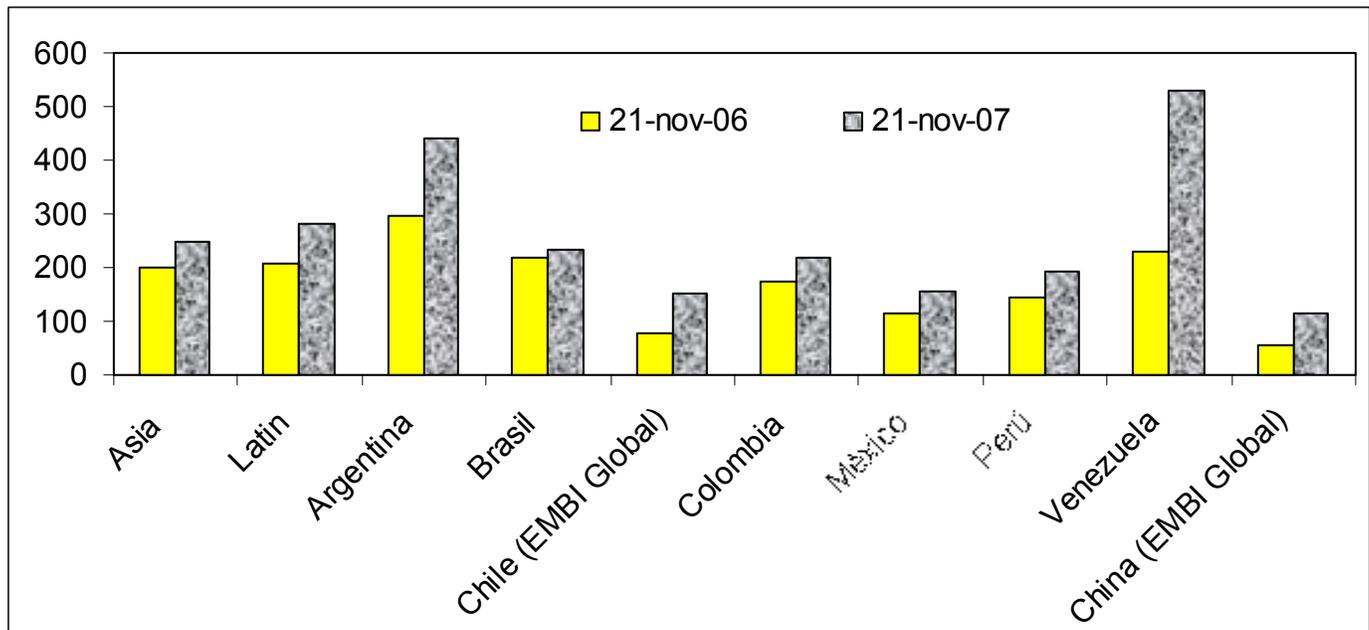
Fuente: Bloomberg.

**Cuadro N°5:
Mercado Accionario en Moneda Local
26 de Noviembre de 2007**

	CIERRE AYER	Valor al 31 Dic 2006	Var. %
Dow Jones	12.980,9	12.463	4,15
México	28.710,9	26.448	8,55
Venezuela	37.527,1	52.234	-28,16
Argentina(MERV)	2.212,0	2.090	5,82
Chile (*IPSA)	3.114,1	2.693	15,63
Chile (IGPA)	14.106,3	12.374	14,00
Perú	17.836,9	12.884	38,44
Brasil (BVSP)	60.970,9	44.474	37,09
Colombia (IGBC)	11.438,9	11.030	3,71

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 23 de Noviembre de 2007)

País	Tasa de Referencia					
	23 de Noviembre de 2007	Dic 07*	Mar 08*	Jun 08*	Sep 08*	Dic 08*
EE.UU.	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,50
Brasil	11,25	11,25	11,25	10,75	10,25	10,25
Mexico	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Chile	5,75	5,75	6,00	6,25	6,25	6,25
Euro area	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Japón	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
China	7,29	7,47	7,65	7,65	7,65	7,65

Fuente: JP Morgan

Cuadro N°7:
Futuros de Tasas de Interés de E.E.U.U. (al 26 de Noviembre de 2007)

Plazo	26-nov-07	28-feb-08	28-may-08	28-nov-08
3 Meses	5,0531	4,6705	4,0817	3,8211
6 Meses	4,8938	4,3970	3,9737	3,7297
1 Año	4,4806	4,1616	3,8902	3,5407
3 Años	4,0940	4,0308	4,0113	4,1077
5 Años	4,3400	4,3236	4,3279	4,4292
10 Años	4,7310	4,7314	4,7429	4,8143
30 Años	5,0350	n/a	n/a	n/a

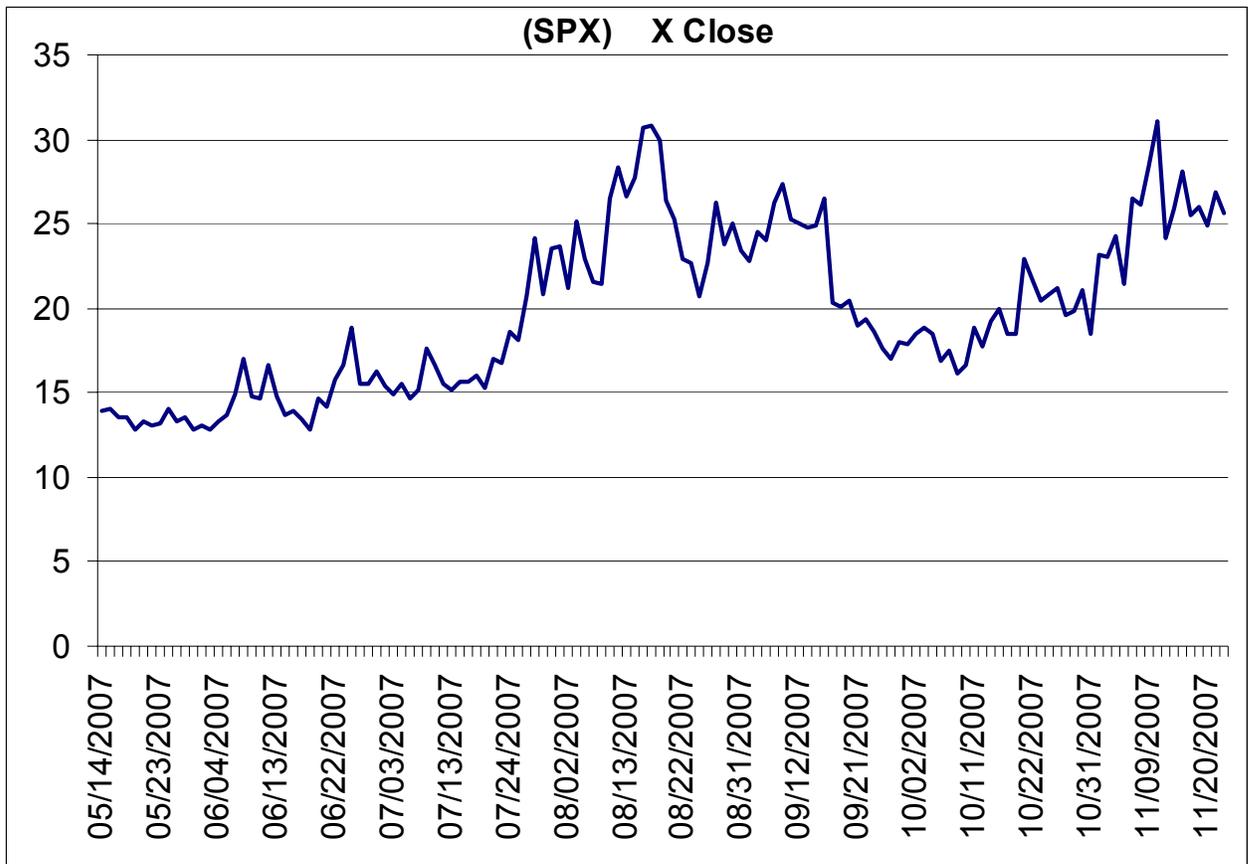
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N° 8
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 26 de Noviembre de 2007)

Índic	años
26,20	4,00

Fuente: Bloomberg

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



Fuente: Chicago Board of Trade.