



## Proyecciones de Julio: Percepción favorable del Stress Test de la Banca Europea calma ansiedades

Las últimas semanas han tenido una dinámica muy intensa de incógnitas, acontecimientos e información económica. La principal incógnita que preocupaba a los mercados financieros y a los inversionistas hasta el viernes pasado fue el “stress test” de la banca europea y, en especial, de la banca española, alemana, italiana y francesa. También participaron bancos de Bélgica, Grecia y Portugal, de menor importancia relativa en la economía europea en su conjunto.

Del total de 91 bancos europeos que participaron en el ejercicio de tensión, solamente siete no aprobaron la prueba, porque su relación de capital tier 1 estuvo bajo el límite establecido de 6% en el escenario que los reguladores definieron como el benchmark de desaprobación. Como término de comparación, vale la pena mencionar que bancos españoles grandes, como BBVA o Santander, estuvieron en niveles de capital tier 1 entre 9 y 10%.

La mayor duda estaba con los bancos españoles, por la burbuja hipotecaria y la débil situación macroeconómica, donde el desempleo alcanza un nivel en torno al 20%. De los siete bancos que desaprobaron el test, 5 fueron españoles, principalmente, cajas de ahorro; uno fue de Alemania y uno de Grecia. Los bancos que reprobaron y requieren capital adicional para alcanzar los niveles de tier 1 superiores al 6%, tendrán que obtener capital dentro de sus países y en acuerdo con los supervisores nacionales correspondientes.

**La mayor duda estaba con los bancos españoles, por la burbuja hipotecaria y la débil situación macroeconómica, donde el desempleo alcanza un nivel en torno al 20%. De los siete bancos que desaprobaron el test, 5 fueron españoles, principalmente, cajas de ahorro; uno fue de Alemania y uno de Grecia**

No obstante que el número de 7 instituciones financieras que reprobaron es relativamente bajo, hubo además 21 instituciones financieras, de las 91 que lograron aprobar con ratios de capital, que alcanzaron sólo a 6 o 7%, lo cual sugiere que estas instituciones tendrán, también, que elevar su capital o fusionarse con otra institución de una mayor solvencia.

Varios de los bancos que pasaron el test están recibiendo apoyo gubernamental, o bien, cuentan con garantías para su deuda.

El recientemente creado “Mecanismo de Estabilización Financiera Europeo”, con sede en Luxemburgo, colaborará con los estados nacionales o soberanos que no tengan suficientes recursos para cumplir esa tarea de recapitalización. Lo anterior podrá lograrse en el marco de un programa macroeconómico más amplio.

Si bien los ejercicios de “stress test” europeos no fueron tan exigentes como se pudiera esperar, especialmente en cuanto al aspecto soberano, los resultados son tranquilizadores y proveen cierta transparencia y bastante información sobre la situación de solvencia de los bancos. Las acciones de los bancos europeos subieron 1,7% a comienzos de la semana, lo cual es una señal positiva en el corto plazo.

En cuanto al contenido básico del “stress test”, su escenario adverso contemplaba un macro shock, que bajaba el nivel del PIB un 3%, desde su nivel base, para fines del 2011 y suponía también, shock de deuda soberana que impactaba los libros de trading de los bancos examinados. Los supuestos del ejercicio anterior no consideraban un escenario más severo, en que hubiera una moratoria o una reprogramación de la deuda.

Tal como ocurrió con el stress test de los bancos norteamericanos del año pasado, el “ejercicio de tensión” llevado a cabo con los 91 bancos europeos puede fortalecer la confianza de los mercados financieros y generar una secuencia de alza en los próximos días, particularmente, si va acompañado de información económica positiva, lo cual ya está empezando a ocurrir. Las proyecciones para el segundo y tercer trimestre en la Zona Euro, en el Reino Unido y en otras economías emergentes europeas son favorables y están en cifras de 2 a 3% para cada uno. Hay proyecciones trimestrales de economías industrializadas europeas que llegan a 5% y otros de Europa emergente en el 2º trimestre que llegan a un 6,8%.

La proyección de crecimiento para el mundo en su conjunto en 2010 está en una cifra de 4,6, que configura un buen nivel, en términos históricos.

En el Reino Unido, sorpresivamente, la economía creció en un 4,6% en el segundo trimestre de este año. Esto vino acompañado, también, de buenos resultados para las economías de Alemania y Francia.

El Purchasing Managers Index (PMI) avanzó en Alemania de 56,7 a 59,3, entre Junio y Julio y en Francia, de 59,6 a 59,9 y para la Zona Euro de 56 a 56,7. El desempleo en Zona Euro, en cambio, estaba en torno al 10% en junio, y continúa elevándose lentamente.

La inflación en junio llegó a un 1,4% y en julio se espera que alcance al 1,6% en la Zona Euro. En cuanto a niveles relativos inflacionarios, Alemania está más baja y España y Bélgica relativamente más altos.

En Estados Unidos, hubo recientemente declaraciones de Ben Bernanke, ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, en que señaló la debilidad de la economía de Estados Unidos y, en especial, del sector laboral y agregó que la Fed estaba preparada para actuar. Si la economía norteamericana no puede crear 100.000 empleos al mes, el debate para hacer más expansiva la política monetaria se va a intensificar. Por ahora, la visión de la política monetaria es que se desarrolla un proceso de recuperación económica. Sin embargo, no es del todo claro si la economía pasa por un corto ciclo de debilidad en el marco de la tendencia anterior o si hay un giro hacia abajo más prolongado, que podría llevar a una recaída en recesión. Las autoridades económicas estiman lo contrario, tanto el Secretario del Tesoro Timothy Geithner como Ben Bernanke adhieren a la visión de que el proceso de recuperación continuará y están preparados para apoyar. Otros analistas, como el Premio Nobel Paul Krugman y el profesor Nouriel Roubini están menos optimistas y piensan que las estrategias de salida, especialmente fiscales, han sido prematuras y le han restado apoyo a la débil recuperación.

Para la economía norteamericana se estima que la cifra de PIB para el segundo trimestre de este año será de 2,5%, algo más débil que la del trimestre anterior, de 2,7%.

En realidad, ha habido numerosos elementos perturbadores para los mercados en los últimos meses y semanas. Desde la crisis soberana en Europa, el ajuste de la economía china para moderar su alto crecimiento, el debate en Estados Unidos y Europa sobre la rapidez que es necesario efectuar al ajuste fiscal, el stress test de los bancos europeos que estuvo pendiente varias semanas y la Ley de Regulación Bancaria en Estados Unidos y diversas medidas regulatorias con escasa coordinación en Europa Continental y el Reino Unido.

Todo este conjunto de acontecimientos, que genera efectos, costos, expectativas y apprehensiones variadas, interactuaron como se mencionó al comienzo de este análisis, en forma dinámica, produciendo volatilidad en los mercados financieros y confusión en los inversionistas privados.

Ahora último el Banco Central Europeo (BCE) a través de Jean-Claude Trichet y la Secretaría del Tesoro de Estados Unidos a través de Timothy Geithner, aparecen apresurando las estrategias de salida de los estímulos, tanto monetarios como fiscales, lo cual, si bien es razonable, desde el punto de vista de la lógica económica, genera temores en los agentes privados, especialmente entre aquellos dependientes de esos estímulos financieros.

Es interesante citar algunos conceptos categóricos del Presidente del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet, que no encuentran suficiente eco en las autoridades políticas y económicas de Estados Unidos, probablemente, por la asimetría de los ciclos en Estados Unidos y Europa. Trichet recomienda “que los cortes en el gasto público y los aumentos en los impuestos deben establecerse inmediatamente en el mundo industrializado, como evidencia de un proceso de saludable recuperación”.

“Tenemos que eliminar la asimetría entre una audaz y justificada expansión y un dubitativo retiro del estímulo”. “Con el beneficio retrospectivo vemos cuan infortunado fue el mensaje sobre simplificado del estímulo fiscal, dado a todas las economías industrializadas bajo el motto: estimular, activar y gastar”.

Por otra parte, Bernanke, casi al mismo tiempo, señalaba: “En el corto plazo creería que debemos mantener un razonable grado de estímulo para la economía, antes de embarcarnos en un bien controlado plan de reducción del déficit de largo plazo”.

Este debate de influyentes figuras estelares del mundo financiero se replica en el ámbito académico, donde varios Nobel toman partidos opuestos frente a un tema esencial de la recuperación económica.

Una buena noticia en este período ha sido la presentación del “Informe sobre el Comercio Mundial 2010” por Pascal Lamy, Director General de la OMC en Shanghai. En esa presentación, Pascal Lamy señaló que la OMC mantiene su previsión de crecimiento del comercio mundial de un 10% para este año, lo cual es muy importante para activar la recuperación económica global. Sería, sin embargo, muy deseable que pudiera avanzarse en la liberalización económica multilateral (Ronda de Doha), lo cual podría agregar un porcentaje no menor al crecimiento global.

Otro hecho significativo, que ha tensionado en alguna medida a los mercados financieros y afecta a la recuperación financiera y al desarrollo de la banca y los mercados de crédito tanto en disponibilidad como en costo, es la discusión, aprobación final y firma por el Presidente Obama, de la Ley de Reforma Financiera, que afecta, principalmente a la banca norteamericana y a sus usuarios nacionales y globales.

La Ley es producto de una negociación política, en la cual, felizmente, pudo eliminarse un impuesto especial a los bancos propuesto por el presidente Obama, por la acción de los republicanos.

En la ocasión de la firma de la Ley, el Presidente Obama ha proclamado, ilusoriamente, que después de aprobada esta iniciativa, “el contribuyente norteamericano no deberá temer pagar por causa de crisis financieras”, lo cual tiene un contenido ciertamente demagógico. Las crisis financieras seguirán sucediendo en el futuro y serán más agudas, en la medida que los gobiernos y el Estado abusen del gasto público, como lo ha estado haciendo en Estados Unidos y Europa, y genere distorsiones de déficit fiscal y en la cuenta corriente de la balanza de pago o abuse, asimismo, del crédito del sector público como ocurrió con las agencias de crédito hipotecario Fannie Mae y Freddie Mack.

El primer problema no previsto de la nueva Ley de Regulación Financiera, Dodd-Frank, ha sido el efecto sobre la emisión de crédito securitizado por la negativa de las agencias de clasificación de crédito a que se usaran sus ratings en nuevas emisiones, debido a mayores riesgos percibidos para esas agencias clasificadoras de crédito, bajo la nueva ley. Sólo la intervención oportuna de la SEC salvó la situación, al crear un período transitorio de ajuste para la nueva normativa.

De acuerdo a las encuestas públicas, en Estados Unidos muchos temen que la ley no mejore suficientemente al sector financiero como se ha prometido y, en cambio, piensan que las reformas terminarán protegiendo a Wall Street, a expensas de Main Street (de los usuarios).

En cuanto al aspecto importante de “too big to fail”, pareciera que con los nuevos organismos de vigilancia y prevención hay un avance, pero existen dudas de cuán sólida es la nueva institucionalidad y sus mecanismos para prevenir y para manejar estas situaciones.

La nueva Ley de Reforma Financiera es amplia y profunda, pero no cambia radicalmente el sistema de regulación y de supervisión, sino que lo modifica, poniendo más fuerza en prevención, en protección al consumidor, en regular los derivados y en el registro de fondos de cobertura.

La institución más importante que crea es el Consejo de Vigilancia de la Estabilidad Financiera, con los principales reguladores presentes y presidido por el Secretario del Tesoro.

Crea, también, una Oficina de Financial Research, para asesorar al Consejo anteriormente mencionado y en un plazo de 18 meses pone en vigencia, para los bancos la Volcker Rule, que limita las operaciones por cuenta propia de las instituciones financieras. Otorga, también, autoridad al gobierno para liquidar instituciones grandes, que amenacen una quiebra y luego liquidarlas en forma ordenada, para impedir la repetición del caso de Lehman Brothers.

Cuadro Nº 1

## Proyecciones para las Economías Mundiales

	% Economía Mundial (PPC 2009)	PIB (Var. %)					Inflación (Var. Dic/Dic)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
<b>TOTAL G7</b>	41.0	2,5	0,1	-3,6	2,6	2,4	2,9	1,8	0,7	0,9	1,0	-1,3	-1,5	-0,9	-1,1	-1,2
USA	20.5	2,7	0,4	-2,4	2,8	2,7	4,1	1,5	1,5	1,4	1,1	-1,3	-4,9	-2,9	-3,0	-3,,3
Japón	6.0	2,3	-1,2	-5,3	3,6	2,2	0,5	1,5	-2,0	-1,2	-0,4	4,8	3,3	3,1	3,4	2,7
Alemania	4.0	2,6	1,0	-4,9	2,2	2,2	3,1	1,7	0,5	1,3	1,3	7,6	6,7	4,8	6,5	6,3
Francia	3.0	2,3	0,1	-2,5	1,6	1,4	2,5	2,0	0,6	0,9	1,2	-1,0	-2,3	-1,5	-2,4	-1,3
Italia	2.5	1,6	-1,3	-5,1	1,2	1,3	2,6	2,9	0,7	1,1	1,1	-2,4	-3,4	-3,4	-2,5	-2,4
Reino Unido	3.1	2,6	0,5	-4,9	1,4	2,5	2,1	3,9	2,1	1,4	2,0	-2,7	-1,5	-1,5	-3,1	-3,2
Canadá	1.8	2,3	0,5	-2,5	3,6	2,7	2,4	1,5	0,9	1,7	2,1	1,0	0,5	-2,8	-1,9	-1,2
<b>Grandes Economías Emergentes</b>	% Economía Mundial (PPC 2009)															
China	12.5	14,2	9,6	8,7	10,0	8,8	6,5	1,2	1,9	2,7	2,8	10,7	9,4	6,3	5,9	5,1
Corea	n.a.	5,1	2,3	0,2	5,9	4,0	3,6	4,1	2,8	3,5	3,5	0,6	-0,6	5,2	1,8	0,4
India	5.1	9,2	6,7	7,4	8,3	8,5	5,5	9,7	12,0	6,0	7,5	-1,6	-2,5	-1,0	-1,9	-1,8
Rusia	3.0	8,1	5,6	-7,9	5,5	5,0	11,9	13,3	8,8	7,5	6,5	5,9	6,1	3,8	4,8	3,8
Turquía	n.a.	4,7	0,7	-4,7	5,9	5,0	8,4	10,1	5,9	5,1	4,5	-5,9	-5,7	-2,1	-2,5	-2,6
Euro Área	15.2	2,7	0,4	-4,1	1,3	1,4	2,9	2,3	0,4	1,3	0,9	0,1	-1,8	-0,6	0,1	0,3
Global	100	3,8	1,3	-2,5	3,4	3,0	3,6	2,8	1,4	1,8	1,7					
Developed Markets	53.9	2,7	0,3	-3,5	2,4	2,3	2,9	2,0	0,6	1,0	1,0	0,2	-1,9	-0,9	-0,7	-0,9
Emerging Markets	46.1	8,1	5,3	1,1	6,8	5,6	6,0	5,8	4,4	4,8	4,6	3,7	2,9	3,0	2,3	1,7

Fuente: FMI, JP Morgan

Cuadro Nº 2

## Proyecciones para las Economías Latinoamericanas

	PIB (Var. %)					Inflación (Var. 12 Meses)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
<b>L.A. (7)</b>	5,9	4,6	-2,3	5,4	3,9	6,1	8,1	5,3	7,6	7,1	0,8	-0,5	-0,8	-0,8	-1,3
Argentina	8,7	9,9	-2,0	6,0	4,0	8,5	7,2	6,5	9,0	10,0	2,8	2,2	1,0	2,0	0,7
Brasil	6,1	5,1	-0,2	7,5	4,0	4,5	5,9	4,3	4,7	4,6	0,2	-1,8	-1,5	-2,9	-3,6
Chile	4,6	3,7	-1,5	5,0	6,0	7,8	7,1	-1,1	2,5	3,0	4,5	-2,0	2,1	0,3	-1,9
Colombia	7,5	2,4	0,4	4,0	4,1	5,7	7,7	2,0	3,6	4,0	-2,8	-2,8	-2,4	-3,2	-4,0
México	3,3	1,5	-6,5	4,5	3,5	3,8	6,5	4,0	5,1	4,0	-0,8	-1,5	-1,5	-1,2	-1,1
Perú	8,9	9,8	0,9	7,3	6,0	3,9	6,7	0,2	2,0	2,5	1,1	-3,3	-0,3	-0,5	-1,5
Venezuela	8,2	4,8	-3,3	-4,0	1,0	22,5	31,9	26,9	45,0	40,0	8,4	12,6	3,2	9,5	11,0

Fuente: JP Morgan y FMI

Cuadro Nº 3

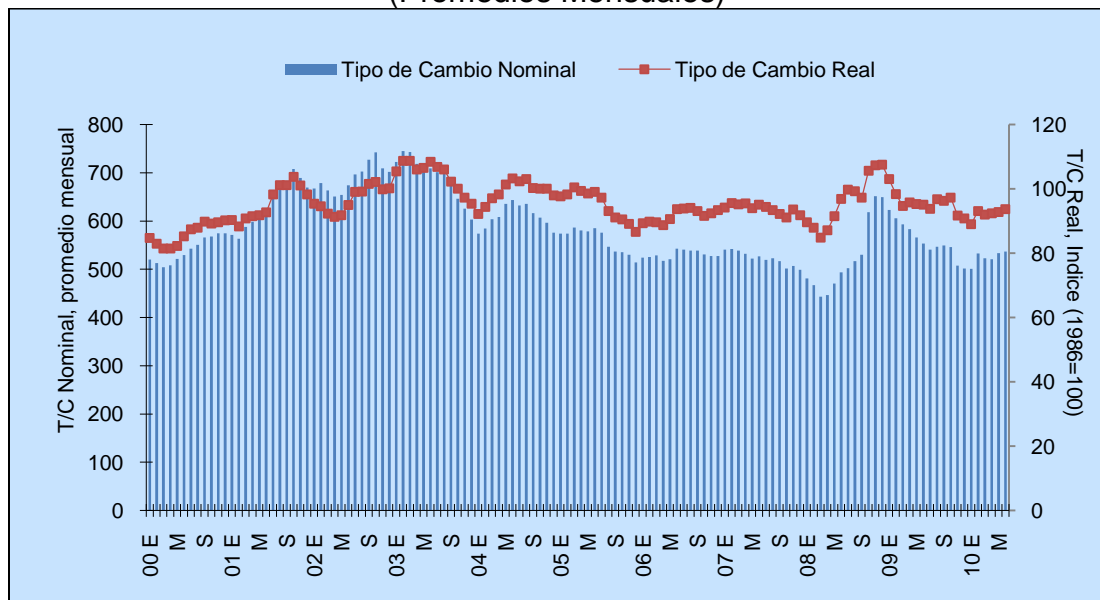
## Panorama de Mercado Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo (Base 2000=100)

	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	83,4	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

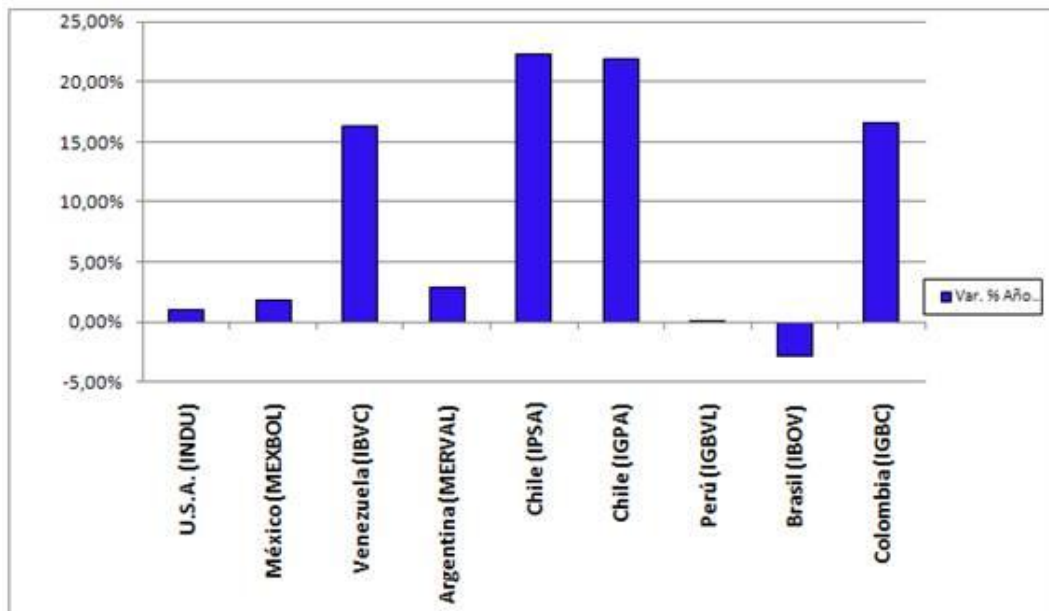
Tipo de Cambio al 27 de julio de 2010  
(Moneda local/US\$)

FECHA	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic. de 2009
Argentina	3,93		-3,44%
Ecuador	25000,00		0,00%
Brasil	1,77		-2,03%
Chile	519,50		-4,31%
Colombia	1849,90		9,03%
México		12,69	1,87%
Paraguay	4785,00		-2,04%
Perú	2,82		2,25%
Venezuela	4,29		-50,00%
Uruguay	21,00		-7,14%
Países Euro	1,30		-9,86%
Japón	87,96		6,60%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico Nº 2

Mercados Accionarios 2009: Retornos en US\$ al 27 de julio 2010.  
(var. % durante 2010)



Fuente: Bloomberg.

Cuadro Nº 5

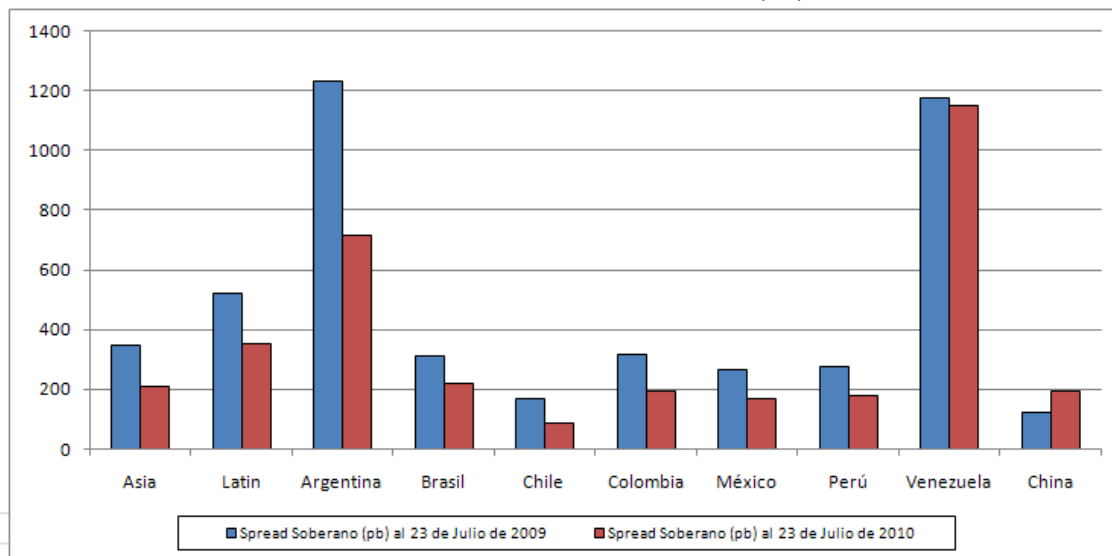
## Mercado Accionario en Moneda Local\*

	Cierre Ayer	Valor al 31 Dic. 2009	Var. % año actual
Dow Jones	10525,43	8776,39	1,06%
México (MEXBOL)	32958,89	22380,32	1,76%
Venezuela (IBVC)	64399,36	35090,08	16,35%
Argentina (MERVAL)	2388,34	1079,66	2,88%
Chile (IPSA)	4366,66	2376,42	22,34%
Chile (IGPA)	20197,46	11324,07	21,95%
Perú (IGBVL)	14225,30	7048,67	0,04%
Brasil (BVSP)	66443,26	37550,31	-2,81%
Colombia (IBOV)	13480,90	7560,68	16,52%

\*Los datos corresponden al día 27 de Julio de 2010  
Fuente: Bloomberg.

Gráfico Nº 3

## Clasificación de Riesgo País (EMBI + y EMBI Diversified) Índice de Países, Spread Soberanos (pb)



Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 6

Proyecciones Tasa de Referencia de Política Monetaria

País	Tasa de Referencia					
	23 de Julio de 2010	Sep 10	Dic 10	Mar 11	Jun 11	Sep 11
EE.UU.	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Brasil	10,25	11,50	12,50	12,50	12,50	12,50
México	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Euro Área	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
China	5,31	5,31	5,58	5,58	5,85	5,85

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 7

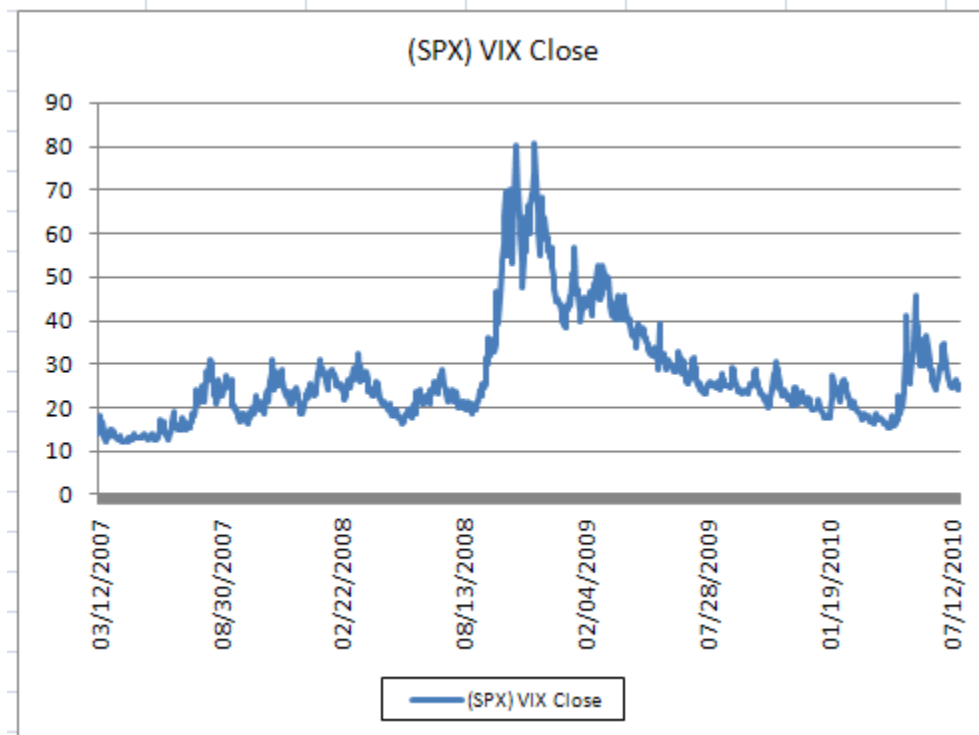
Futuros de Tasas de Interés de EE.UU.  
(al 27 de julio de 2010)

Plazo	27-Jul-10	29-Oct-10	31-Ene-11	29-Jul-11
3 Meses	0,4813	0,9017	1,2379	0,7654
6 Meses	0,6943	1,0657	1,4647	0,7063
1 Año	1,0747	1,1450	1,0805	0,5883
3 Años	1,2210	1,3920	1,5458	1,7898
5 Años	1,9760	2,1381	2,2855	2,5402
10 Años	3,0350	3,1396	3,2356	3,3982
30 Años	3,7970	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

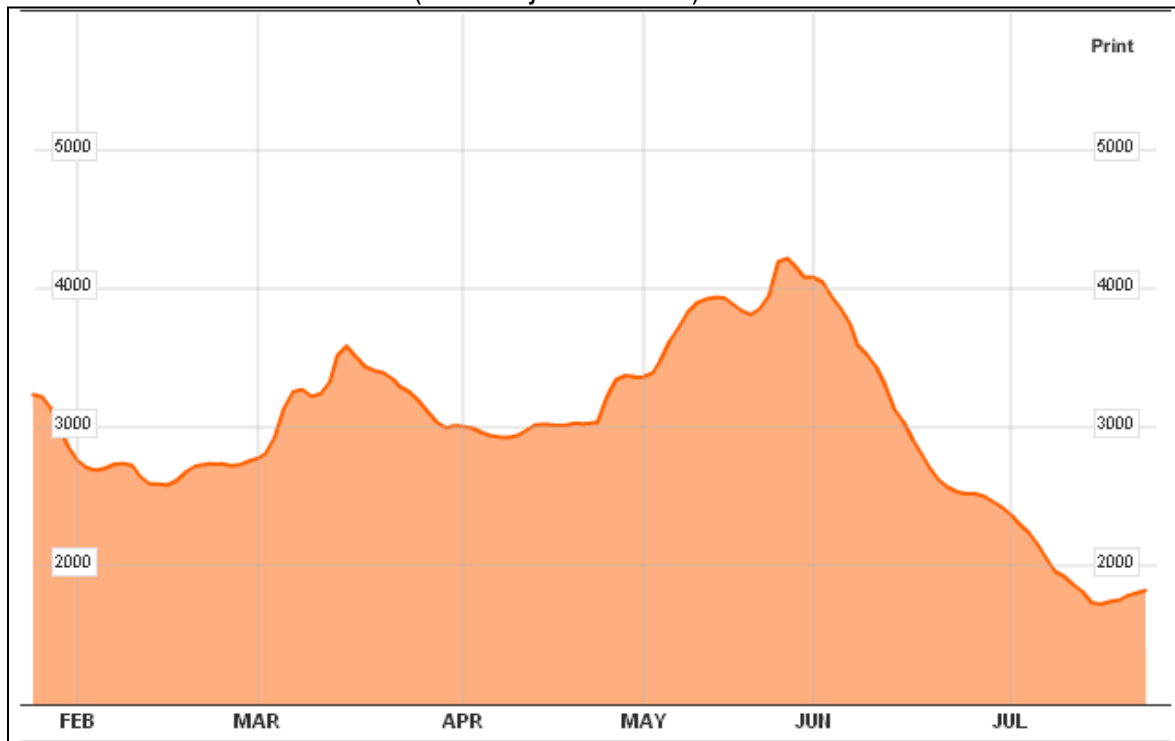
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años  
(al 27 de Julio de 2010)

<b>Índice VIX</b>	<b>Tesoro USA 10 años</b>
23,09	3,05

Fuente: Bloomberg.

Gráfico Nº 5

## Evolución del Índice Baltic Dry Index (al 20 de julio de 2010)

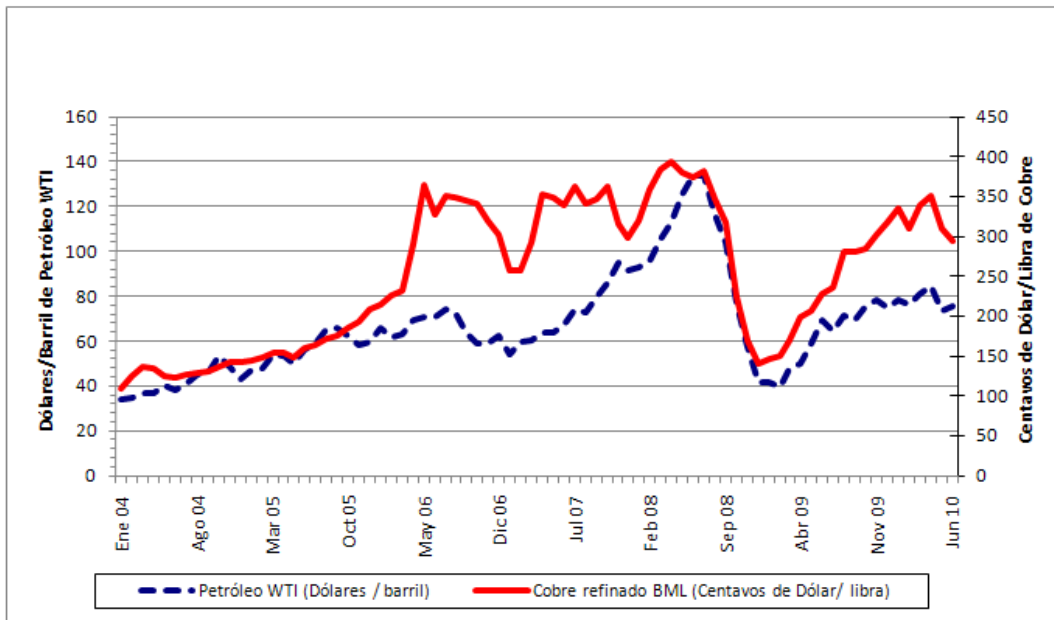


Fuente: Bloomberg

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 mundiales.

Gráfico Nº 6

**Evolución Precios de Commodities  
Crudo (WTI) y Cobre Refinado**



Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro Nº 9

**Futuros de Petróleo y Cobre  
(al 20 de julio de 2010)**

	<b>Crudo WTI (\$/Barril)</b>	<b>Cobre (c.\$/Libra)</b>
<b>Septiembre 2010</b>	77,12	300,10

Fuente: Bloomberg