



Proyecciones Abril 2012: Surgen Nuevos Nubarrones

La luz al final del túnel, que empezaba a dar destellos en marzo después de la subasta de fondos (LTRO) del Banco Central Europeo (BCE) por 529 mil millones de euros, se ha vuelto más tenue y amenaza con extinguirse hacia fines de abril.

Han ido apareciendo, desde fines de marzo, diversos hechos e informaciones desfavorables, que destacan la debilidad de la recuperación de la economía norteamericana y la precariedad de sus bancos. Salvo contadas excepciones, sin bancos robustos no puede haber una recuperación económica intensa. En marzo, el mercado laboral tampoco dio buenas noticias: la creación de empleo fue débil, de sólo 120 mil puestos de trabajo, cuando se esperaban más de 205 mil nuevos empleos en el sector privado. Esta información del mercado laboral norteamericano ha generado cierto pesimismo en los mercados financieros, que se ha potenciado negativamente con otra información proveniente de China, que es la del nivel de la inflación, que en marzo llegó a una cifra mensual anualizada de 3,6%, después de haber descendido en febrero a un 3,2%. Este último hecho se interpreta como una barrera limitante para bajar la tasa de interés o los encajes en China y así poder estimular la economía, que ha mostrado una moderada tendencia decreciente en los últimos meses y también en el contexto de declaraciones políticas que indicaban una meta más baja del crecimiento de tendencia (8,4%) a un 7,5%. (Wen Jiabao)

Los focos de desconfianza de los mercados están en la capacidad de la economía española para combinar los fuertes recortes de gastos, con la necesaria y rápida recuperación económica y también subsisten dudas sobre la eficacia de la reestructuración del sector financiero.

Ninguna de estas informaciones o señales son concluyentes y pueden tener un carácter puntual, pero su coincidencia genera preocupación en los mercados que

tratan de anticiparse a las tendencias y hechos, ya sean negativos o positivos, más aún, cuando esos mercados financieros venían desarrollando un ciclo de alza que varios analistas financieros consideraban que había ido más allá de los fundamentos.

A lo anterior, se ha agregado una tercera categoría de hechos mixtos o negativos, provenientes de Europa. En primer término, la crisis de deuda griega con una dificultosa renegociación de la deuda del sector privado, que implicó una reducción de más del 75% y con una participación de más del 95%, cubrió un monto de alrededor de 200 mil millones de euros. Esta operación financiera difícil, extensa y dolorosa, tuvo la doble función de reducir efectivamente la deuda pública griega y permitir un desembolso para pagar vencimientos impostergables en marzo que, de otro modo, hubieran generado un default. La reducción de la deuda griega, no obstante ser substancial, no contribuyó a resolver el alto endeudamiento soberano, que luego de la operación financiera mencionada, queda aún con una deuda de gran magnitud, difícil de operar, en un horizonte de tiempo razonable. No en mucho tiempo más, nuevamente Grecia estará enfrentada a incumplimientos del programa de ajuste, controlado por la "Troika" (Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y Banco Central Europeo). Esta percepción desfavorable está pesando sobre los mercados, a medida que pasa el tiempo, desde la celebración del acuerdo de reestructuración y la absorción del 2º rescate y su liberación de fondos y se aproximan las elecciones del 6 de mayo, donde, de acuerdo a las encuestas, Pasok y New Democracy llegan sólo al 40% del voto y no al 50, lo cual podría afectar la estabilidad de las reformas.

Adicionalmente, las economías europeas del centro y sur están, mayoritariamente, en recesión, con excepción de Alemania, que exhibe una economía más sana, aunque débil, sin la cual la arquitectura del euro hubiera colapsado.

La competitividad internacional de Alemania continúa elevada, su superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos robusto, la inflación moderada y con proyecciones de crecimiento económico débiles, pero positivas, pese al ambiente recesivo de sus socios comerciales europeos.

El resto de las economías europeas de la Zona Euro genera, casi en su totalidad, un flujo de informaciones negativas, que de tiempo en tiempo atemoriza los mercados. Los casos más extremos son los de España e Italia, donde la dimensión de la deuda y la profundidad de la recesión, agravada por la dinámica financiera propia de estas situaciones, hacen temer un accidente, debido a la lentitud con que se ejecutan las medidas de ajuste a nivel nacional y el tiempo que toma pasar por cambios estructurales muy duros, con gran impacto social negativo. Por otro lado, a la fragilidad de la arquitectura institucional de la Zona Euro, insuficiente para abordar emergencias de economías como las de España e Italia, además de las más pequeñas, como Grecia, Portugal e Irlanda, se agrega, precisamente, una nota de incertidumbre, proveniente de Francia, donde previsiblemente triunfará el candidato presidencial socialista Francois Hollande, desplazando a Sarkozy y con un programa de ajuste económico más laxo que el del actual gobierno. Debe recordarse que el déficit fiscal en Francia es de 5,2% del PIB y la deuda de un 87%

del PIB es voluminosa y requiere ser refinanciada, de tiempo en tiempo.

Por otra parte, la estrategia de Alemania y Finlandia, economías triple A, ha sido no mejorar sustancialmente los fondos de rescate y emergencia de la Zona Euro y permitir que los mercados y las instituciones internacionales presionen a las economías nacionales en problemas, para que tomen las medidas adecuadas y no confíen, exageradamente, en el rescate y las transferencias financieras (“riesgo moral”), lo cual ha dado cierto resultado, especialmente en España e Italia, donde han habido cambios de gobierno y nuevos planes de ajuste y reestructuración económica, aunque siempre lentos, con avances y retrocesos que enervan a los mercados.

Los progresos, a nivel de la Zona Euro, como la generación de “cortafuegos”, basados en los fondos de rescate y estabilización, han avanzado lentamente y en montos inferiores a los que se estima suficientes, (sólo 700.000 millones de euros). La recapitalización del FMI está semidetenido o detenido por problemas políticos de redimensionamiento de las cuotas y participación, especialmente de Europa, Estados Unidos, China y los BRICS, quienes no van a hacer aportes especiales, mientras dure el impasse. En los últimos días, en la Reunión de Primavera del FMI y del Banco Mundial, Christine Lagarde, Director Gerente, anunció que el FMI está próximo a obtener US\$ 400 mil millones para apoyar a la Zona Euro. Sin embargo, el ambiente en las reuniones de primavera fue de cierta desconfianza en el liderazgo de Europa para salir de la crisis.

La Unión Fiscal, otra columna de la estrategia de estabilización de Europa, avanza muy lentamente, por la naturaleza de los procedimientos de cambio institucional en la Unión Europea. Recientemente, se informó que Portugal habría aprobado legalmente la Unión Fiscal.

Todas estas deficiencias en tiempo y magnitud se han estado cubriendo y superando con la liquidez abundante inyectada por el Banco Central Europeo (BCE) en dos etapas, en noviembre y febrero (LTRO) por unos 1.000 miles de millones de euros y con la baja de la tasa de interés de política monetaria del Banco Central Europeo. No obstante estas medidas de expansión monetaria, el euro se ha mantenido relativamente fuerte en relación al dólar, lo cual hace necesario mayores esfuerzos para ganar competitividad relativa en los países con problemas de deuda.

En síntesis, la fragilidad y precariedad de las economías a nivel regional o global y de las instituciones que conforman la arquitectura financiera global, unido a la rapidez en que se transmiten los flujos financieros y los flujos de información, hacen que la volatilidad sea perdurable y las operaciones discontinuas o discrecionales de emergencia, de origen nacional (Alemania) o institucional (Banco Central Europeo), deben surgir esporádicamente, para evitar accidentes mayores. En Estados Unidos, es posible que continúe la recuperación débil de la economía y en algún momento futuro puede robustecerse, producto del ajuste y flexibilidad de la economía norteamericana.

En China se percibe que su economía cuenta con los instrumentos y la holgura para

lograr un reequilibrio y continuar creciendo a tasas en torno al 8%, superando los efectos de la crisis europea, sobre sus exportaciones.

Como consecuencia de los temores anteriores, el apetito de riesgo en los mercados financieros de renta variable se ha retraído fuertemente y ha estado ocurriendo una baja temporal en los índices bursátiles, a nivel global, en las últimas semanas. En el primer trimestre, la economía china habría crecido un 8,1%, según las últimas informaciones, pero el último flash PMI (manufacturero) de abril, fue 49,1 (razonable).

El riesgo español

El gobierno español dio a conocer un proyecto de presupuesto extraordinariamente austero, que en términos históricos, no tiene precedentes desde 1975, año de la muerte del General Francisco Franco. Los recortes de gastos y los aumentos de impuestos ascendieron a 27 mil millones de euros. Sin embargo, dada la profundidad de la recesión española, los mercados financieros están poniendo en duda que esto pueda lograrse.

España ha señalado que reducirá el déficit fiscal a 5,3% del PIB este año y que el año próximo alcanzará un 3%, o sea, el límite de Maastricht. Los nuevos recortes anunciados posteriormente (9 de abril) van aún más lejos en salud y educación, alcanzando otros 10 mil millones de euros, los cuales se aprobarían por el parlamento, a fines de abril. Pero, no obstante lo anterior, los mercados aún no confían y probablemente exigen más.

Los bonos soberanos de diez años de España están llegando a pagar 5,95% y los de Italia 5,76%. La línea roja límite, antes de aproximarse al rescate, suele situarse en 7%, como ocurrió en Grecia y Portugal.

El Ministro Luis de Guindos ha señalado, en relación al riesgo anterior, que el Tesoro Público ya ha financiado casi el 50% de las necesidades de financiamiento de deuda de este año y que la economía española está bajo “supervisión pública macroeconómica” de instituciones internacionales y ha subrayado que “España no necesita rescate en estos momentos”.

Un rescate para España que analistas han estimado que no sería menor de 500.000 millones de euros, aparte de los efectos colaterales sobre Italia y las economías más pequeñas con planes de rescate.

En cuanto a la “reforma financiera” que Bruselas ha pedido a España que acelere, Luis de Guindos, titular de Economía, indicó que el proceso de reforma está siendo “rápido e intenso” y que tendrá como resultado “un menor número de entidades financieras, más fuertes y mejor gestionadas”. Informó también que el Banco de Valencia y Catalunya Caixa iniciarían su proceso de subasta y que las potenciales ayudas que se necesitan para la privatización saldrán del Fondo de Garantía de Depósitos y no del Fondo de Rescate Bancario.

La economía española terminó el primer trimestre del año con una caída de 0,4%, similar a la del cuarto trimestre pasado. Respecto al empleo, se informó que las cifras no serán “especialmente positivas”, pero que “tampoco continuará el deterioro adicional” (en torno a 20%), aunque analistas mencionan niveles próximos en torno al 24%.

Los focos de desconfianza de los mercados, en síntesis, están en la capacidad de la economía española para combinar los fuertes recortes de gastos, con la necesaria y rápida recuperación económica y también subsisten dudas sobre la eficacia de la reestructuración del sector financiero.

Como respuesta a las presiones de los mercados financieros, el Ministro de Guindos declaró: “Las turbulencias de corto plazo de la prima de riesgo (420 pb) no nos pueden hacer perder el rumbo a mediano plazo. El gobierno está llevando a cabo toda la batería de reformas y recortes de gastos, por convicción y no por imposición de los mercados, ni de los socios europeos”.

En suma, la situación de España se ha tornado más compleja, especialmente por la dinámica financiera del deterioro del costo de la deuda y eventualmente, el acceso a la refinanciación para el resto del año.

Las caídas del PIB en el segundo y tercer trimestre para la economía española, están proyectadas en 2,5 y 2,0 entre trimestres, en base anual, lo cual es substancial.

Mario Draghi, Presidente del Banco Central Europeo, que proveyó, en los últimos meses un trillón (americano) de euros, a tres años y al 1%, a la banca europea para comprar tiempo y ejecutar las medidas necesarias para estabilizar la economía. En virtud de lo anterior, Mario Draghi piensa que es positiva la presión de los mercados para España, a través de un alza en rendimiento de los bonos soberanos, para que “se aproveche el tiempo que da la liquidez inyectada y se ejecuten las reformas y ajustes en las economías que los requieren”.

Los tres elementos depresivos de los mercados financieros están siendo: la confusión política (ahora se agrega Francia, con la elección presidencial); la debilidad en la información económica y financiera y la percepción de que las políticas públicas anteriores y el liderazgo no son del nivel requerido.

Cuadro N°1

Proyecciones para las Economías Mundiales

	% Economía Mundial (PPC 2009)	PIB (Var. %)					Inflación (Var. Dic/Dic)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
		2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
TOTAL G7	41.0	-0.1	-4.2	2.9	1.4	1.2	2.9	1.8	0.7	0.9	1.0	-1.3	-1.4	-0.8	-1.0	-1.1
USA	20.5	0.3	-3.5	3.0	1.8	1.7	4.1	1.5	1.5	1.4	1.1	-1.3	-4.9	-2.9	-3.0	-3.3
Japón	6.0	-1.2	-6.3	4.0	-0.6	1.9	0.5	1.5	-2.0	-1.2	-0.4	4.8	3.3	3.1	3.4	2.7
Alemania	4.0	0.7	-5.1	3.6	3.0	0.3	3.1	1.7	0.5	1.3	1.3	7.6	6.7	4.8	6.5	6.3
Francia	3.0	0.1	-2.6	1.4	1.6	-0.1	2.5	2.0	0.6	0.9	1.2	-1.0	-2.3	-1.5	-2.4	-1.3
Italia	2.5	-1.0	-5.2	1.2	0.6	-1.5	2.6	2.9	0.7	1.1	1.1	-2.4	-3.4	-3.4	-2.5	-2.4
Reino Unido	3.1	-0.1	-4.4	1.8	1.0	0.8	2.1	3.9	2.1	1.4	2.0	-2.7	-1.5	-1.5	-3.1	-3.2
Canadá	1.8	-1.2	-2.8	3.2	2.2	2.2	2.4	1.5	0.9	1.7	2.1	1.0	0.5	-2.8	-1.9	-1.2
Grandes Economías Emergentes	% Economía Mundial (PPC 2009)															
China	12.5	9.6	9.2	10.4	9.0	8.3	6.5	1.2	1.9	2.7	2.8	10.7	9.4	6.3	5.9	5.1
Corea	n.a.	2.3	0.3	6.2	3.8	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	6.9	8.0	8.5	7.4	7.7	5.5	9.7	12.0	6.0	7.5	-1.6	-2.5	-1.0	-1.9	-1.8
Rusia	3.0	5.2	-7.8	4.0	3.6	3.0	11.9	13.3	8.8	7.5	6.5	5.9	6.1	3.8	4.8	3.8
Turquía	n.a.	0.7	-4.8	9.0	6.3	2.7	8.4	10.1	5.9	5.1	4.5	-5.9	-5.7	-2.1	-2.5	-2.6
Euro Área	15.2	0.3	-4.2	1.8	1.7	-0.6	2.9	2.3	0.4	1.3	0.9	0.1	-1.8	-0.6	-0.5	0.1
Global	100	1.6	-2.5	4.0	2.6	2.0	3.6	2.8	1.4	1.8	1.7					
Developed Markets	53.9	0.1	-4.0	2.7	1.4	1.0	2.9	2.0	0.6	1.0	1.0	0.2	-1.9	-0.9	-0.7	-0.9
Emerging Markets	46.1	5.6	1.4	7.3	5.7	4.8	6.0	5.8	4.4	4.8	4.6	3.7	2.9	3.0	2.3	1.7
Memo																
Global PPP	100	n.a.	n.a.	5.0	3.5	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: FMI, JP Morgan

Cuadro N° 2

Proyecciones e Indicadores Económicos para Latinoamérica

	PIB (Var. %)					Inflación (Var. 12 Meses)					Cuenta Corriente (% del PIB)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
L.A. (7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Argentina	9.9	-2.0	9.2	8.9	4.5	8.5	7.2	6.5	9.0	10.0	2.8	2.2	1.0	2.0	0.7
Brasil	5.2	-0.3	7.5	2.9	3.1	4.5	5.9	4.3	4.7	4.6	0.2	-1.8	-1.5	-2.9	-3.6
Chile	3.7	-1.0	6.1	6.0	5.0	7.8	7.1	-1.1	2.5	3.0	4.5	-2.0	2.1	0.3	-1.9
Colombia	3.5	1.7	4.0	5.9	5.0	5.7	7.7	2.0	3.6	4.0	-2.8	-2.8	-2.4	-3.2	-4.0
México	1.2	-6.2	5.2	3.9	3.8	3.8	6.5	4.0	5.1	4.0	-0.8	-1.5	-1.5	-1.2	-1.1
Perú	9.8	0.9	8.8	6.9	5.5	3.9	6.7	0.2	2.0	2.5	1.1	-3.3	-0.3	-0.5	-1.5
Venezuela	5.3	-3.2	-1.5	4.2	4.0	22.5	31.9	26.9	45.0	40.0	8.4	12.6	3.2	9.5	11.0

Fuente: FMI, JP Morgan

Cuadro N°3

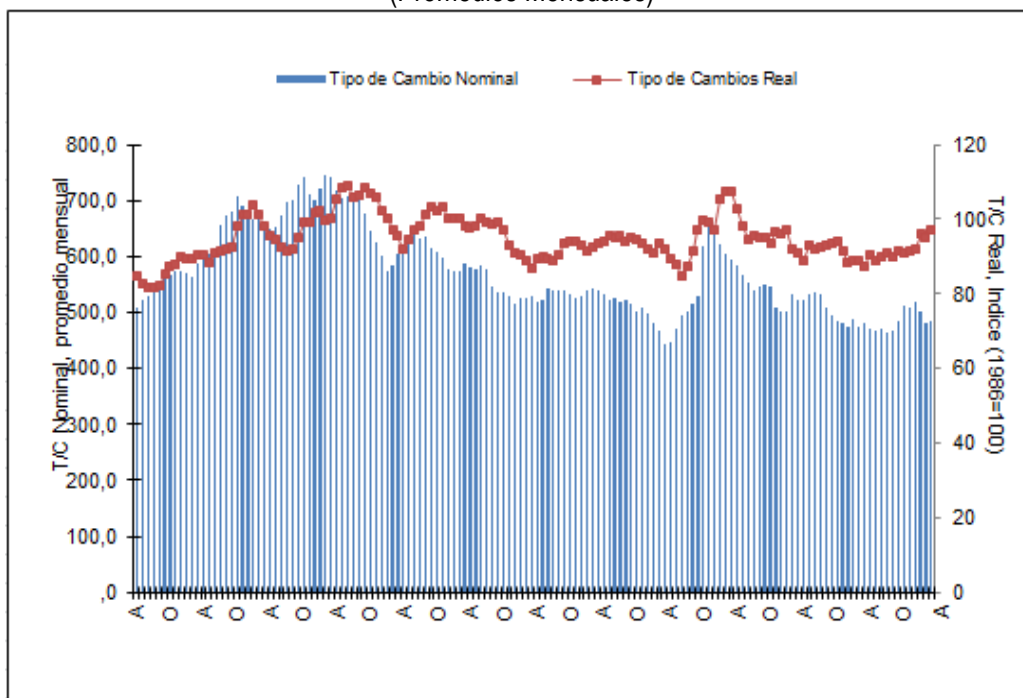
Panorama de Mercado Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo (Base 2000=100)

	2005	2006	2007	2008	2009				2010				2011	
					Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II
Argentina	165,6	170,6	172,4	168,9	168,6	179,5	184,2	175,1	174,5	169,8	171,2	175,7	176,4	184,8
Brasil	77,58	71,3	64,5	58,0	63,9	59,2	54,7	55,2	55,3	53,1	50,8	48,7	47,0	46,1
Chile	92,25	86,3	85,3	80,3	78,6	79,0	83,2	79,1	80,6	79,8	78,5	77,9	80,4	77,9
Colombia	95,51	97,6	90,9	88,4	97,8	89,1	88,0	84,2	81,8	81,4	78,2	81,7	81,2	80,0
Ecuador	82,85	77,3	79,9	80,4	93,4	90,1	84,5	78,6	78,2	75,6	80,3	76,6	73,2	69,5
México	96,99	94,5	94,4	96,7	108,1	108,8	107,9	103,3	102,7	100,2	102,4	99,5	96,5	94,4
Perú	100,5	100,8	100,3	94,2	93,5	96,2	95,0	92,3	91,5	89,9	90,0	91,5	90,6	92,5
Venezuela	100,6	92,7	83,4	70,2	53,7	51,8	50,7	84,2	91,9	86,6	83,1	82,1	80,4	76,0
Rusia	64,3	58,8	55,5	53,2	55,9	54,4	52,9	51,2	50,8	49,3	50,0	51,3	48,8	48,0
Corea	94,97	89,3	92,8	114,5	128,9	126,4	120,3	114,7	115,7	115,7	119,5	116,8	115,4	113,3
Turquía	81,23	83,7	79,2	80,6	85,3	86,9	87,6	84,5	85,9	82,4	82,7	82,9	44,7	89,0
China	101,5	99,2	96,6	89,2	85,1	88,7	91,7	88,3	88,7	85,7	88,0	88,2	86,0	86,3

Fuente: JP Morgan, FMI

Gráfico N° 1

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



Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro Nº 4

Tipo de Cambio al 25 de abril de 2012 (Moneda local/US\$)

País	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic. de 2011	Variación desde Dic. de 2010
Argentina	4.41		-2.51%	2.58%
Ecuador	25000.00		0.00%	0.00%
Brasil	1.88		-0.52%	0.52%
Chile	486.51		6.79%	-6.36%
Colombia	1769.40		9.56%	-8.72%
México	13.13	12.68	6.11%	-9.01%
Paraguay	4335.00		2.31%	-2.25%
Perú	2.65		1.73%	-1.70%
Venezuela	4.29		0.00%	0.00%
Uruguay	19.90		0.25%	-0.25%
Países Euro	1.32		1.90%	1.91%
Japón	81.31		-5.40%	5.71%

Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 5

Mercado Accionario en Moneda Local*

Cierre Ayer	Valor al 31 Dic. 2011	Var. % año actual	Var. % 2010**
12927.17	12217.56	6,42%	11.66%
38961.79	37077.52	4,78%	1.07%
239215.70	117036.1	106,81%	266.12%
2309.85	2462.63	-6,15%	-34.45%
4551.45	4177.53	9,28%	-7.63%
21776.12	20129.8	8,34%	-5.24%
22938.24	19473.31	17,83%	-1.87%
61539.38	56754.08	9,19%	-11.20%
14915.56	12665.71	17,09%	-3.75%

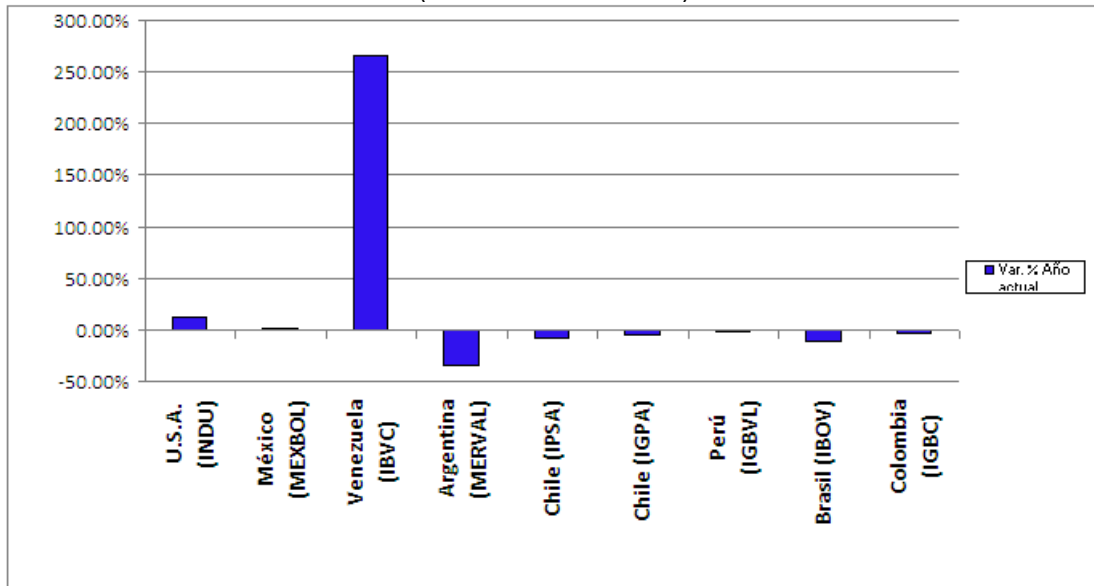
* Los datos corresponden al día 25 de Abril 2012.

** Variación respecto al 31 Diciembre 2010 al 25 de Abril 2012

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 2

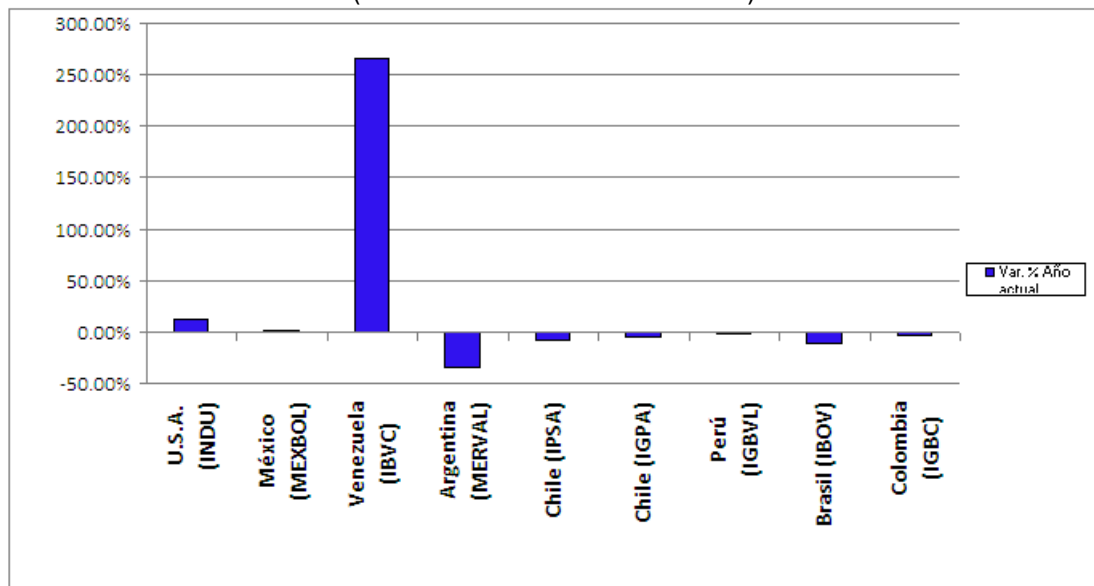
Mercados Accionarios 2012: Retornos en US\$ al 25 de abril de 2012.
(var. % durante 2012)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 3

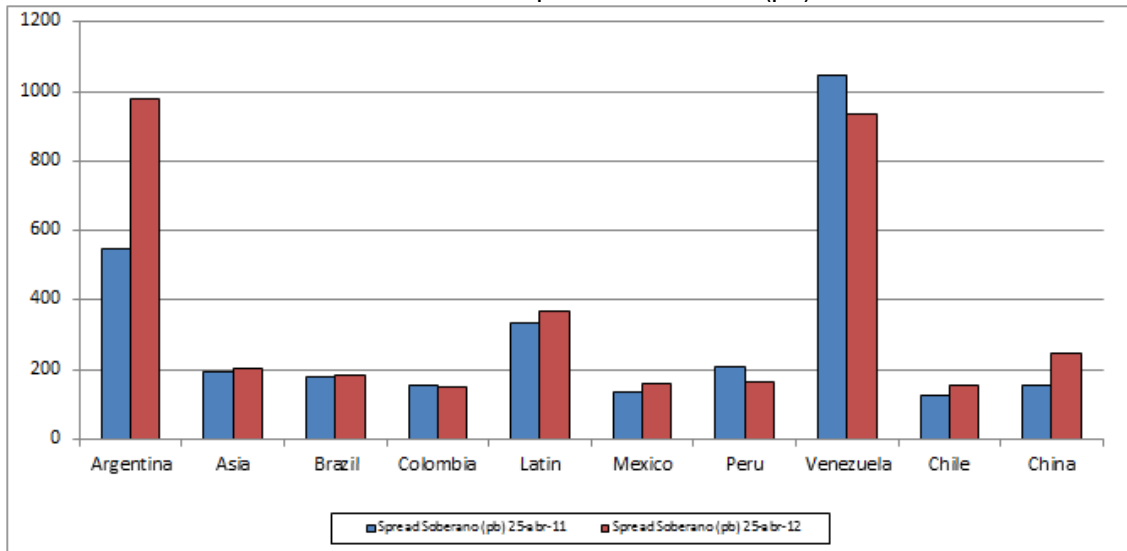
Mercados Accionarios 2011: Retornos en US\$ al 25 de abril de 2012.
(var. % durante 2011 a la fecha)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 4

Clasificación de Riesgo País (EMBI + y EMBI Diversifield) Índice de Países, spread Soberanos (pb)



Fuente: FMI.

Cuadro N° 6

Proyecciones Tasa de Referencia de Política Monetaria

País	Tasa de Referencia					
	25 de Abril del 2012	Jun 12	Sep 12	Dic 12	Mar 13	Jun 13
EE.UU.	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125
Brasil	9.00	9.00	9.00	9.25	10.00	10.00
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
Chile	5.00	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
Japón	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
China	6.56	6.56	6.56	6.81	6.81	7.06

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 7

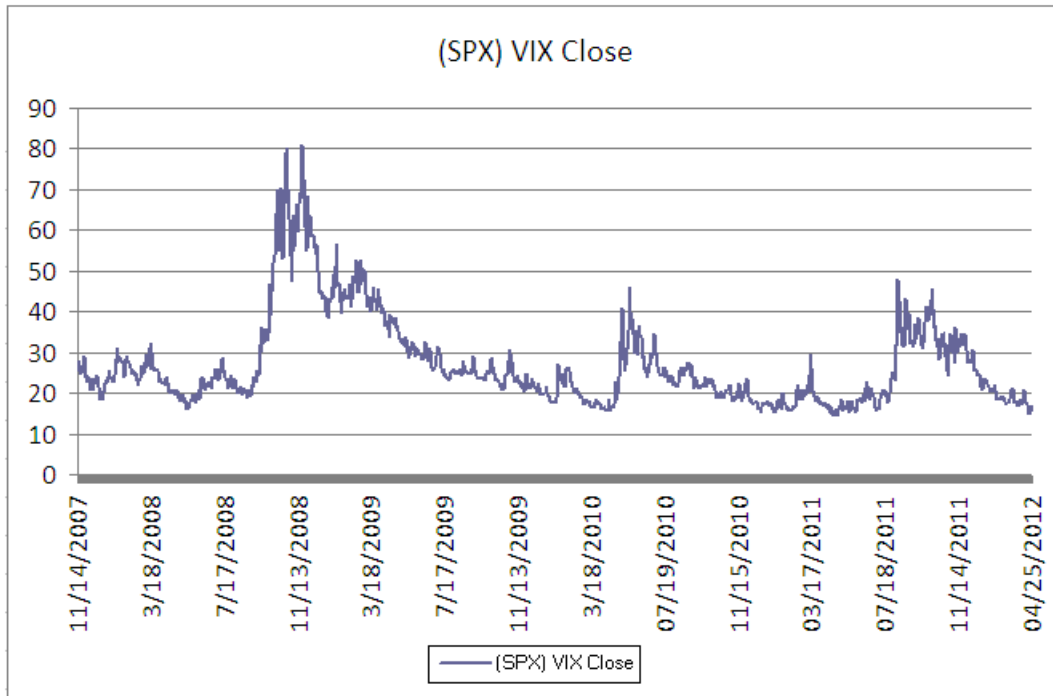
Futuros de Tasas de Interés de EE.UU.
(al 25 de abril de 2012)

Plazo	25-Abr-12	27-Jul-12	29-Oct-12	29-Abr-13
3 Meses	0.4659	0.9834	1.2011	0.4262
6 Meses	0.7294	1.0911	1.3651	0.3037
1 Año	1.0472	1.0373	0.8340	0.0648
3 Años	0.6920	0.7700	0.8141	0.8629
5 Años	1.1570	1.2575	1.3393	1.4748
10 Años	2.1090	2.1858	2.2518	2.3611
30 Años	2.8540	n/a	n/a	n/a

Fuente: Bloomberg

Gráfico Nº 5

Índice VIX
Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos



Fuente: Chicago Board of Trade

Cuadro Nº 8

Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 25 de abril de 2012)

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
18.10	1.99

Fuentes: Bloomberg

Gráfico Nº 6

Evolución del Índice Baltic Dry Index
(al 25 de abril de 2012)

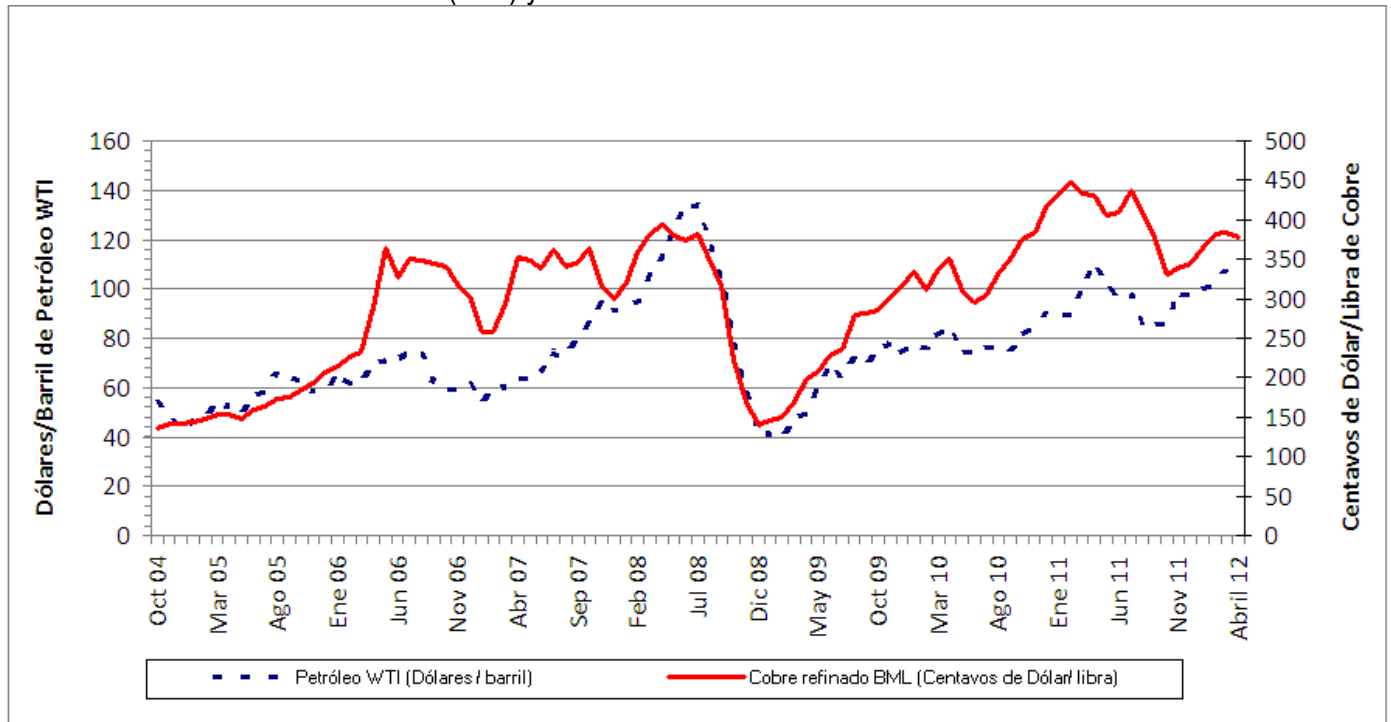


Fuente: Bloomberg

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 N° 7

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



Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro N° 9

Futuros de Petróleo y Cobre (al 25 de abril de 2012)

Crudo WTI (\$/Barril)	Cobre (c.\$/Libra)
104,40	371,70

Fuente: Bloomberg.