



## Proyecciones Junio 2012: Grecia y España en situaciones insostenibles

El resultado electoral del seis de mayo en Grecia fue de una gran complejidad para la estrategia de rescate de esta economía que de manera voluntarista y un tanto ilusoria, ha tratado de establecer Alemania y la Unión Europea (UE), apoyadas por el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

La difícil operación complementaria de reestructuración de la deuda externa soberana de Grecia con la banca internacional, que tuvo una larga negociación, también quedó en una posición incierta, a la espera de las nuevas elecciones del 17 de este mes.

Alexis Tsipras, jefe del mayor partido político anti-bailout, Syriza, apeló a los griegos el 1º de junio, para lograr el apoyo en las próximas elecciones y cancelar los términos del rescate y restablecer las pensiones y salarios. La elección de los griegos es una: rescate o el programa de Syriza. Tsipras insiste en cambiar los términos del rescate y permanecer en el euro, lo que es difícil de visualizar, dada la posición explícita de Alemania.

Considerando el "gap" de productividad o competitividad internacional de la economía griega, la profunda recesión económica y las exigencias de un ajuste muy intenso -con efectos sociales y políticos como se están observando- es muy difícil que la población griega acepte este camino de un "ajuste interno" drástico, con pocas mitigaciones por el lado de la liquidez, porque no cuentan con banco central ni con moneda propia, y el Banco Central Europeo ha seguido una política monetaria ortodoxa, que no permite devaluación del euro, ni una también moderada inflación, que posibilitaría suavizar en algo el severo ajuste impuesto a esta economía griega, muy difícil de cumplir en el período prolongado que requiere.

El resultado de la elección del 6 de mayo pasado fue una rebelión política con fuerte

**La estrategia, tanto de Alemania como del BCE, es mantener la presión sobre las economías en problemas, para que implementen ajustes y reformas y lo mismo ocurre con la institucionalidad de la Zona Euro, para que avance en la "unión bancaria" y en la "unión fiscal". Por supuesto, esta estrategia de presión en el límite no está exenta de riesgos.**

castigo a los partidos políticos (New Democracy y Pasok) que apoyaron la estrategia de rescates, los cuales quedaron muy disminuidos, en una posición absolutamente minoritaria.

Las encuestas que se han realizado posteriormente a la elección, respecto al deseo de pertenencia a la Zona Euro son ambiguas en sus resultados, porque si bien los griegos desearían continuar perteneciendo, eso no implica que acepten el ajuste económico implícito en esa opción.

Algunas encuestas recientes muestran a los partidos políticos griegos Syriza y New Democracy peleando por el primer lugar, pero sin lograr mayorías.

En el fondo, lo anterior se traduciría en la continuación de Grecia en la Unión Monetaria, pero con un flujo de transferencias financieras permanentes de los otros miembros, principalmente, de parte de Alemania y los miembros más fuertes de la Unión, con clasificación de riesgo triple A. Esta opción, por supuesto, no es aceptable para Alemania o para los partícipes más fuertes de la Unión Monetaria.

Los analistas internacionales piensan que hay un rango de probabilidades de un 50 a 70% que Grecia deje Zona Euro, después de las elecciones del 17 de junio, las que constituirán, probablemente, un ejercicio plebiscitario sobre el doble hecho de dejar o de continuar en la Zona Euro y de aceptar el ajuste necesario para convertirse en un miembro autosustentable de la Unión Monetaria, la cual, a su vez, deberá evolucionar rápidamente a una unión fiscal y a una unión financiera, con un sólo regulador financiero.

La evolución reciente de la economía griega y de su área financiera dan indicaciones de que no puede cumplir con el programa diseñado por la "Troika" (Comisión Europea, Fondo Monetario y Banco Central Europeo). En el plano fiscal y de deuda soberana es muy difícil que logre el ajuste, en circunstancias de una recesión que se profundiza cada vez más en Grecia, en la Zona Euro y en Europa. Adicionalmente, su sistema financiero está sufriendo una corrida creciente, que puede acelerarse aún más, en vísperas de las elecciones del 17 de junio próximo.

En el plano político, en la elite, la burocracia o la población no se observa ánimo de aceptar el rigor del ajuste económico necesario para sanear la economía y convertirla en un miembro de la nueva "unión económica", mucho más exigente que la anterior "unión monetaria", en que se conservaba soberanía en el área fiscal y financiera. Las nuevas reglas, la información y el nivel de disciplina e integración, de la Zona Euro, serán mucho más rígidas que las del pasado, de otro modo, ésta se desintegraría.

En un ambiente financiero y político vulnerable, la alternativa más probable es que la economía griega deje la Zona Euro, ya sea después de las elecciones del 17 de junio o posteriormente, como resultado de reiterados incumplimientos y de un sentir de la población griega contrario a aceptar los sacrificios de un ajuste muy duro y prolongado, que implica, además, un cambio cultural y de hábitos no menor.

Grecia se benefició mucho en el pasado con la adopción del euro, de la baja de interés que ello significa y de los flujos financieros que llegaron a su economía, y que permitieron un enorme aumento del gasto público y privado, que por insostenible, se esfumó, a raíz de la crisis soberana de deuda.

La economía griega es relativamente pequeña, cerca de 3% de la economía europea, pero su potencial de contagio, especialmente a través del área financiera y los defaults, es significativo, más aún, considerando la vulnerabilidad de otras economías y sus sistemas bancarios, como España, Italia y posiblemente, Francia en el futuro, aparte de las economías más pequeñas que ya están con programas de rescates, como Irlanda y Portugal.

El muro cortafuego en la Zona Euro es todavía insuficiente, de manera que una salida informal, sin preparación, de Grecia de la Unión Monetaria, puede ser costosa, por los pánicos financieros o errores políticos que puede generar

Los ajustes económicos y financieros, del tipo de los que se ha pedido y apoyado en Grecia, son posibles de hacer, como lo prueban algunas economías bálticas y en cierto modo, Irlanda, pero requieren de una elite política y una población convencidas y comprometidas con la unión monetaria.

### **Crisis Española**

La situación crítica de Grecia post elecciones, los errores y vacilaciones del gobierno español y la lentitud de movimientos del liderazgo europeo han llevado a España a una situación insostenible. España no tiene recursos financieros ni puede obtenerlos del mercado para resolver, simultáneamente, el ajuste fiscal, la recapitalización de la banca y el financiamiento y ajuste de los gobiernos locales. La situación de la economía española, en esos tres frentes, era inferior a la esperada y declarada por el gobierno socialista anterior, y más aún, la recesión y desempleo se han agudizado más en los últimos meses. El desempleo en abril llegó a 24,2%, con tasas de desempleo, para la juventud, cercanas al 50%.

La prima de riesgo española, que mide la diferencia de interés entre el bono español a diez años y su equivalente alemán, está en 536 pb (1 de junio) y la rentabilidad del bono soberano español a diez años está en 6,53%. Esto hace insostenible el financiamiento a esos niveles y España va camino de ser alejada de los mercados financieros, con la única opción de acercarse a solicitar apoyo oficial europeo o sea, próxima a un rescate o semi rescate de Europa.

La vicepresidenta del gobierno español, Soraya Saenz de Santa María, visitó en el FMI a Christine Lagarde y a Timothy Geithner, Secretario del Tesoro, lo cual es elocuente sobre la gravedad del trance.

El Presidente del gobierno ha admitido, en los últimos días, que a España, a esas tasas de interés de fondos, "le resulta difícil financiarse".

Por otra parte, el Ministro de Economía, Luis de Guindos, declaró que "el futuro del

euro se juega en las próximas semanas en Italia y España. La única manera de evitar la fractura en la moneda única y la desintegración del proyecto europeo, consiste en una unión bancaria que permita inyectar dinero a las entidades financieras, sin pasar por los gobiernos”.

Para España, estas ideas son esenciales para asegurarse el saneamiento de su sector financiero, muy castigado por los activos inmobiliarios tóxicos. Un mecanismo de resolución de crisis para entidades financieras podría permitir al fondo de rescate inyectar dinero a los bancos para evitar pasar por los Estados. La banca española se someterá, próximamente, a un examen de auditores independientes e internacionales a solicitud de Europa y se estima que habrá una necesidad adicional de recapitalización de unos 50.000 millones de euros.

Bankia, como se sabe, debió ser recapitalizada con 19.000 millones de euros, después de varias vacilaciones y pasos en falso. Mario Draghi, Presidente del BCE, comentó que “con Bankia se actuó de la peor manera posible”.

La salida de capitales de España se estima en 200 mil millones de euros en nueve meses y en marzo el retiro de fondos marca un récord de 66 mil millones de euros, de acuerdo a cifras del Banco de España.

Adicionalmente al retiro de fondos, los recursos que reciben los bancos españoles del BCE no los están prestando en parte importante, sino que los están reservando para vencimientos de deuda y mientras tanto, se colocan en deuda pública del Tesoro, lo cual provoca en la economía española una agudización de la escasez de crédito para las empresas y un efecto contractivo adicional en la economía.

Mario Draghi se ha resistido a una solución de corto plazo, con medidas extraordinarias para España, pese a las señales de emergencia y apunta a avanzar en el enfoque a más largo plazo, que es la creación de una “unión bancaria” con un supervisor único, un fondo de garantía de depósito y un mecanismo de resolución, que pueda inyectar directamente dinero a los bancos con problemas.

La estrategia, tanto de Alemania como del BCE, es mantener la presión sobre las economías en problemas, para que implementen ajustes y reformas y lo mismo ocurre con la institucionalidad de la Zona Euro, para que avance en la “unión bancaria” y en la “unión fiscal”. Por supuesto, que esta estrategia de presión en el límite no está exenta de riesgos.

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
<b>TOTAL G7</b>	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	1,7	-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
<b>Grandes Economías Emergentes</b>	% 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	3,6	3,2	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, Indicadores económicos

	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	7,5	3,0	8,5	7,2	6,5	9,0	10,0	2,8	2,2	1,0	2,0	0,7
Brasil	5,2	-0,6	7,5	3,3	3,4	4,5	5,9	4,3	4,7	4,6	0,2	-1,8	-1,5	-2,9	-3,6
Chile	3,7	-1,7	5,2	6,5	4,0	7,8	7,1	-1,1	2,5	3,0	4,5	-2,0	2,1	0,3	-1,9
Colombia	3,5	1,5	4,3	5,3	3,7	5,7	7,7	2,0	3,6	4,0	-2,8	-2,8	-2,4	-3,2	-4,0
México	1,2	-6,1	5,4	4,0	2,5	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	6,3	4,5	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	3,5	3,0	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 Nº 3

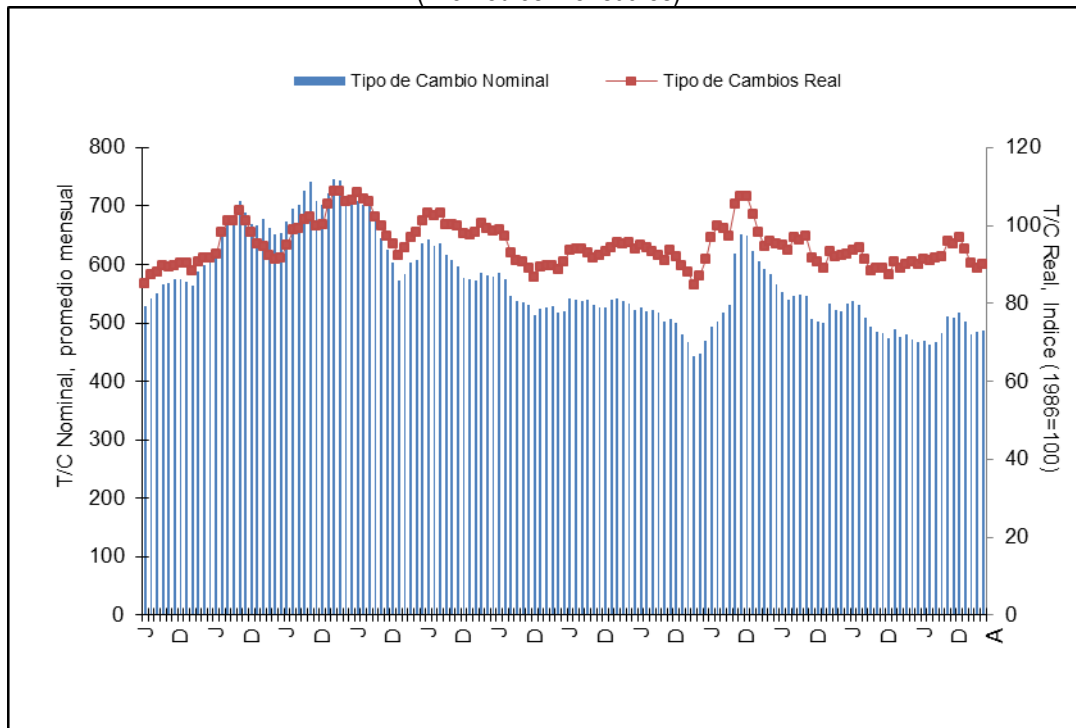
**Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo (Base 2000=100)**

	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
	<b>Argentina</b>	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
<b>Brasil</b>	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
<b>Chile</b>	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
<b>Colombia</b>	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
<b>Ecuador</b>	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
<b>México</b>	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
<b>Perú</b>	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
<b>Venezuela</b>	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
<b>Rusia</b>	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
<b>Corea</b>	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
<b>Turquía</b>	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
<b>China</b>	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 Nº 1

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



Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro Nº 4

Tipo de Cambio al 31 mayo de 2012  
(Moneda local/US\$)

País	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic. de 2011	Variación desde Dic. de 2010
Argentina	4,47		-3,83%	12,38%
Ecuador	25000,00		0,00%	0,00%
Brasil	2,02		-7,68%	21,72%
Chile	520,10		-0,11%	11,13%
Colombia	1835,50		5,61%	-3,78%
México		14,33	-2,74%	16,12%
Paraguay	4510,00		-1,66%	-2,91%
Perú	2,71		-0,45%	-3,49%
Venezuela	4,29		0,00%	-0,11%
Uruguay	20,55		-2,92%	3,27%
Países Euro	1,24		-4,68%	-6,85%
Japón	78,30		-1,78%	-3,47%

Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 5

Mercado Accionario en Moneda Local\*

	Cierre Ayer	Valor al 31 Dic. 2011	Var. % año actual	Var. % 2010**
Dow Jones	12217,56	12217,56	1,03%	5,53%
México (MEXBOL)	38070,67	37077,52	1,89%	-1,25%
Venezuela (IBVC)	238461,70	117036,1	104,84%	264,97%
Argentina (MERVAL)	2264,92	2462,63	-8,98%	-35,72%
Chile (IPSA)	4270,76	4177,53	2,98%	-13,33%
Chile (IGPA)	20620,58	20129,8	3,01%	-10,26%
Perú (IGBVL)	20875,09	19473,31	7,77%	-10,69%
Brasil (BVSP)	53797,91	56754,08	-6,26%	-22,37%
Colombia (IBOV)	14395,27	1266,71	13,19%	-7,11%

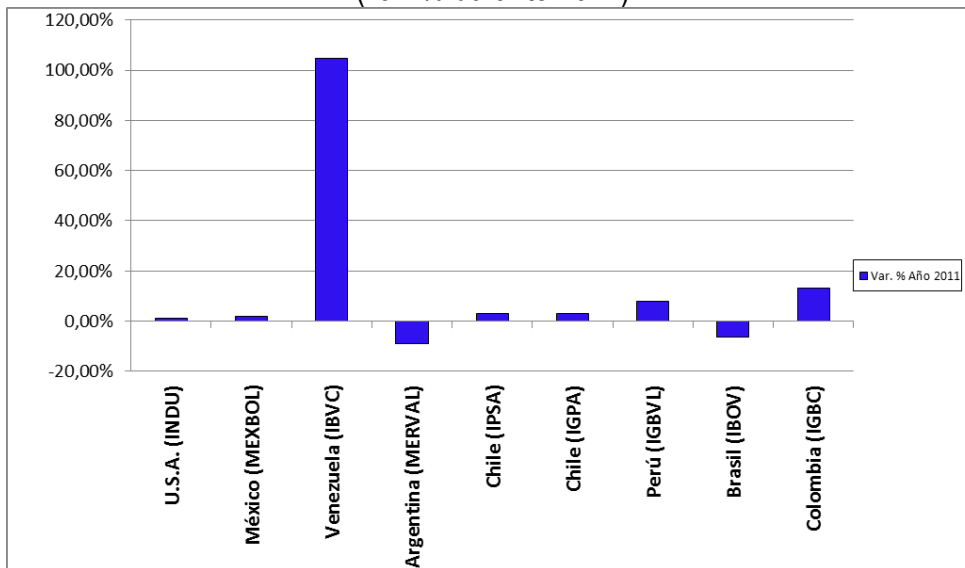
\* Los datos corresponden al día 31 de mayo 2012.

\*\* Variación respecto al 31 Diciembre 2010 al 31 de mayo 2012

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 2

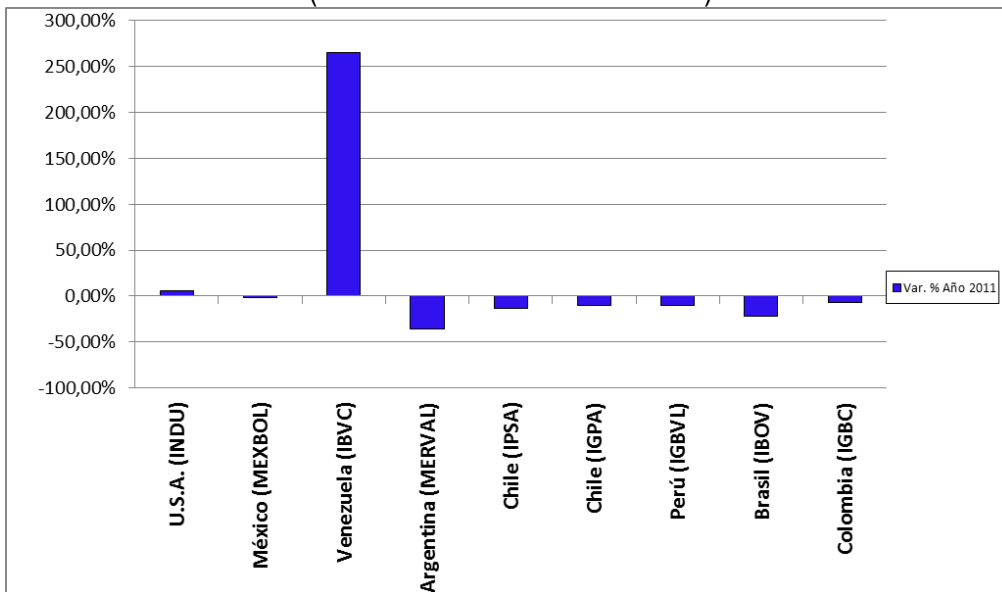
Mercados Accionarios 2012: Retornos en US\$ al 31 de mayo 2012.  
(var. % durante 2012)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 3

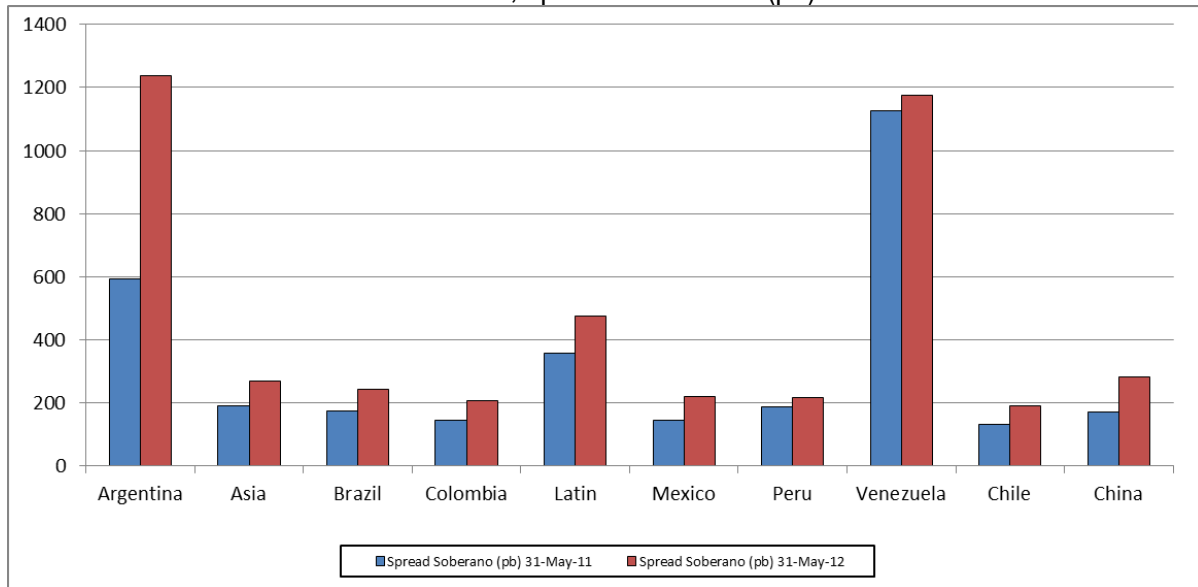
Mercados Accionarios 2011: Retornos en US\$ al 31 de mayo 2012.  
(var. % durante 2011 a la fecha)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 4

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



Fuente: FMI.

Cuadro N° 6

**Proyecciones Tasa de Referencia de Política Monetaria**

País	Tasa de Referencia					
	1 de Junio 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	8,50	8,50	8,00	8,00	8,50	9,50
México	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Euro Área	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75
Chile	5,00	5,00	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	6,56	6,56	6,81

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 7

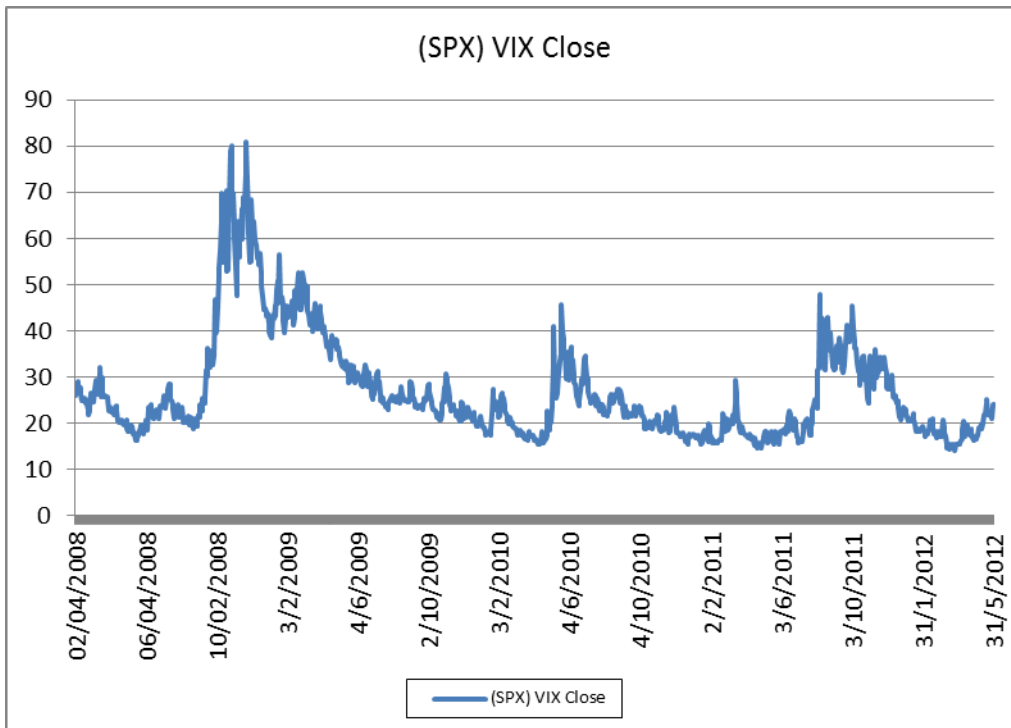
Futuros de Tasas de Interés de EE.UU.  
(al 31 de mayo de 2012)

Plazo	31-May-12	31-Jun-12	31-Ago-12	1-Dic-12
3 Meses	0,4772	0,6851	1,0189	1,2287
6 Meses	0,7487	0,9087	1,1372	1,4058
1 Año	1,0802	1,1047	1,0866	0,9070
3 Años	0,6770	0,6999	0,7316	0,7443
5 Años	0,9885	1,0164	1,0636	1,1134
10 Años	1,7175	1,7390	1,7775	1,8227
30 Años	2,3370	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 31 de mayo de 2012)

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
24,06	1,54

Fuentes: Bloomberg

Gráfico Nº 6

Evolución del Índice Baltic Dry Index  
(al 31 de Mayo de 2012)

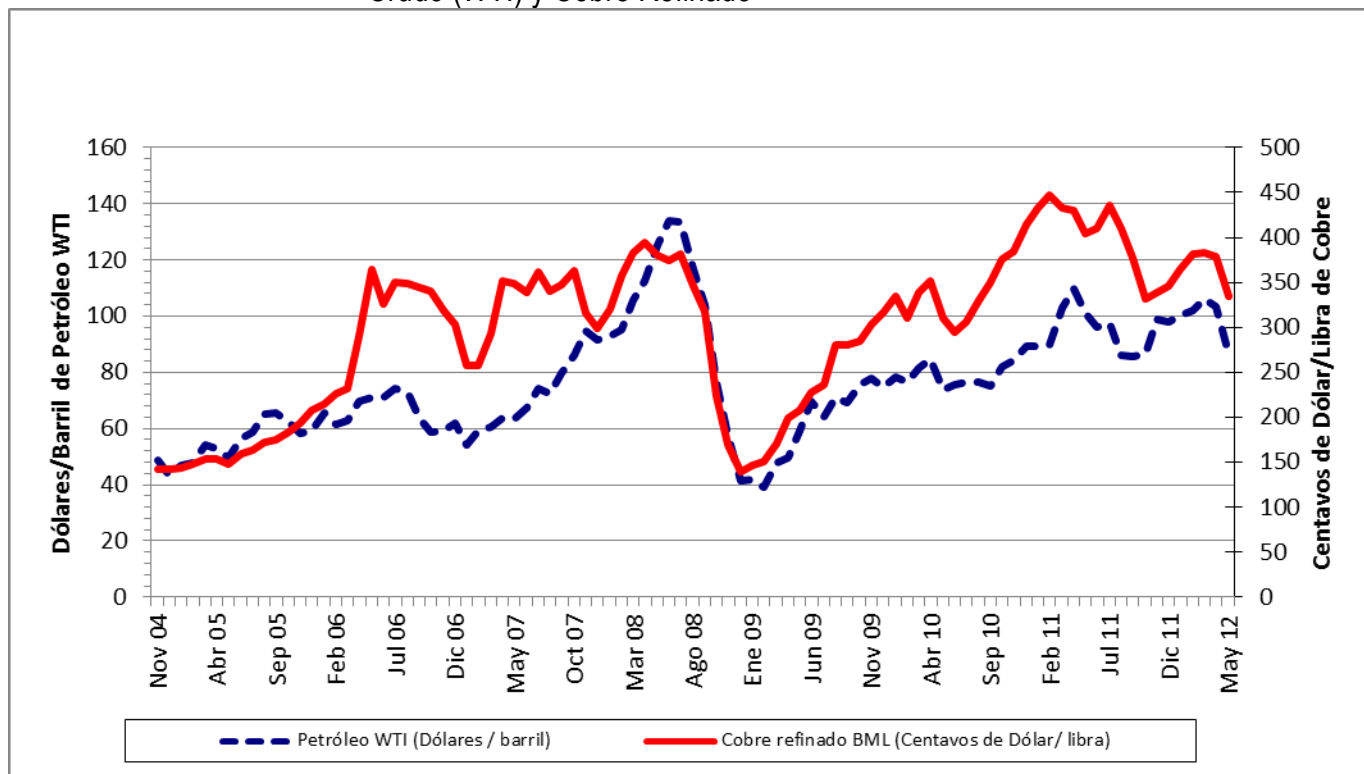


Fuente: Bloomberg

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**



\*último dato considera precios del 1 de junio  
Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro N° 9

**Futuros de Petróleo y Cobre (al 1 de junio de 2012)**

<b>Crudo WTI (\$/Barril)</b>	<b>Cobre (c.\$/Libra)</b>
83,39	334,02

Fuente: Bloomberg.

Cuadro Nº 10

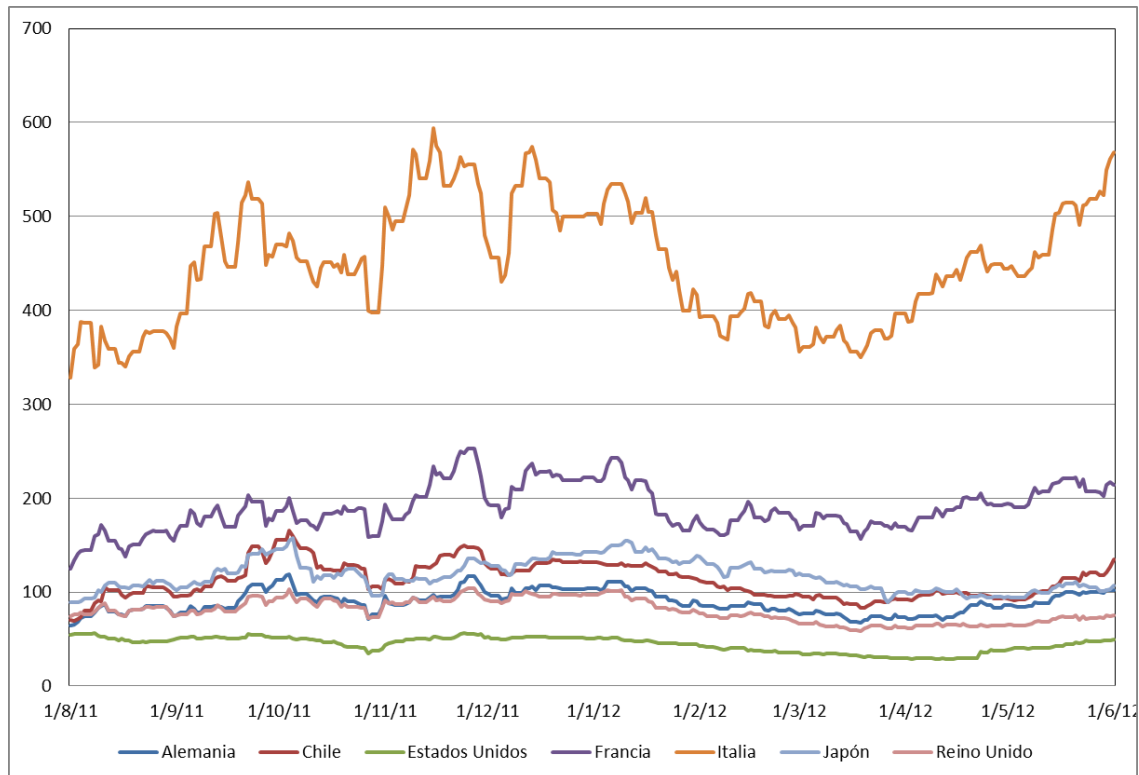
### CDS 5 años (últimos 13 meses)

	Italia	Alemania	Francia	Reino Unido	Grecia	Estados Unidos	China	Japón	Chile
1/6/2012	568,670	102,500	214,510	74,915	3060,284	49,500	138,652	106,899	134,833
1/5/2012	444,109	86,135	193,976	65,005	3060,284	38,085	112,067	94,906	93,375
1/4/2012	397,005	73,667	169,167	62,833	3060,284	29,833	112,053	99,828	92,500
1/3/2012	356,250	76,167	166,625	66,625	3060,284	35,500	127,636	120,096	97,500
1/2/2012	392,833	86,000	174,500	77,333	3060,284	42,833	140,330	137,332	111,635
1/1/2012	503,093	103,776	222,345	97,500	3060,284	50,845	148,910	143,071	131,794
1/12/2011	466,875	98,167	193,000	91,167	3060,284	52,167	140,331	130,208	126,942
1/11/2011	509,500	95,625	193,000	91,167	3060,284	43,167	141,544	114,366	113,333
1/10/2011	469,875	112,625	186,250	94,500	3535,661	51,125	197,322	146,148	155,333
1/9/2011	383,078	75,333	163,167	75,046	2293,706	50,955	108,202	101,888	94,740
1/8/2011	328,000	63,879	124,833	73,903	1712,436	54,151	86,170	89,276	70,632
1/7/2011	178,500	42,095	84,167	61,076	1852,668	49,908	84,013	89,884	74,335
1/6/2011	161,500	37,939	72,333	57,500	1451,099	48,071	72,409	86,360	68,635

Fuente: Bloomberg

Gráfico Nº 8

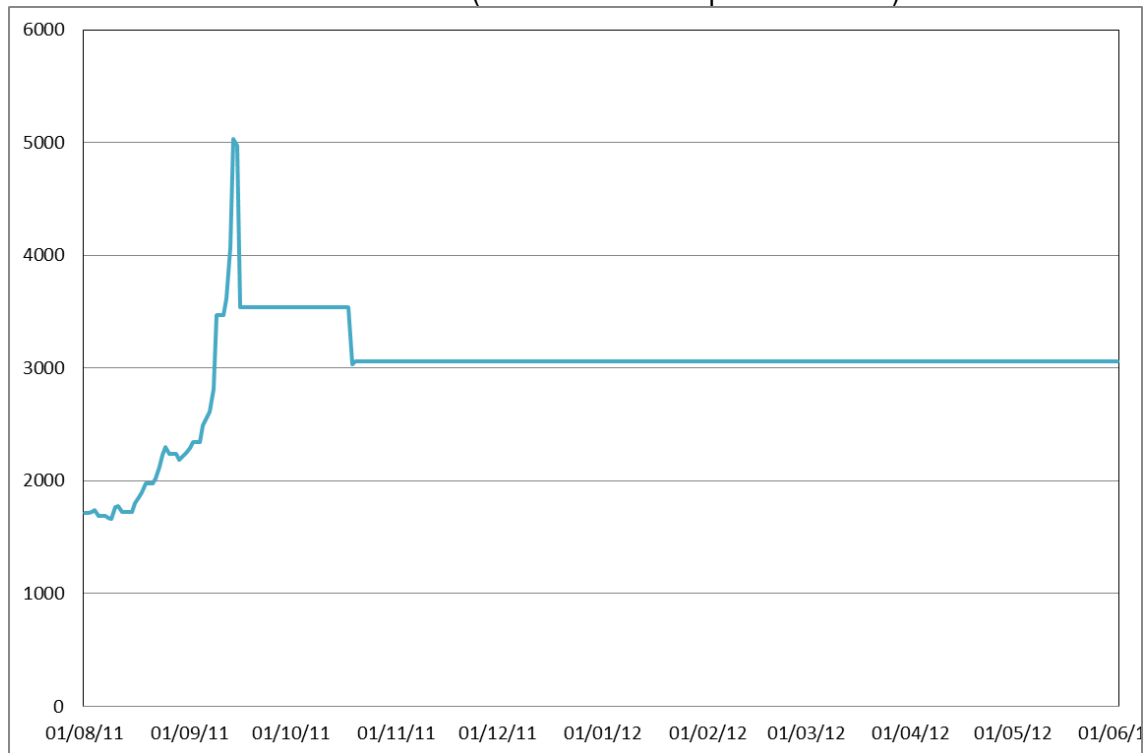
### CDS 5 años (últimos 12 meses precios diarios)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 9

CDS Grecia 5 años (últimos 12 meses precios diarios)



Fuente: Bloomberg