



Una Crisis de Difícil Digestión

Nicolás Eyzaguirre
Noviembre, 2012



Una crisis de difícil digestión

Proyecciones de Crecimiento (variación % anual)

	WEO abr12		Update jun12		WEO oct12	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Mundo	3.5	4.1	3.5	3.9	3.3	3.6
Economías avanzadas	1.4	2.0	1.4	1.9	1.3	1.5
<i>EE.UU.</i>	2.1	2.4	2.0	2.3	2.2	2.1
<i>Zona Euro</i>	-0.3	0.9	-0.3	0.7	-0.4	0.2
<i>Japón</i>	2.0	1.7	2.4	1.5	2.2	1.2
Economías emergentes	5.7	6.0	5.6	5.9	5.3	5.6
<i>Asia emergente</i>	7.3	7.9	7.1	7.5	6.7	7.2
China	8.2	8.8	8.0	8.5	7.8	8.2
<i>Latinoamérica y el Caribe</i>	3.7	4.1	3.4	4.2	3.2	3.9
Brasil	3.0	4.1	2.5	4.6	1.5	4.0
Chile	4.3	4.5	-	-	5.0	4.4

Fuente: FMI.

Panorama General

- Las proyecciones mundiales se revisan a la baja.
- Con todo, todavía se espera una mejoría en 2013.
- En Europa, jugarán a favor el avance en la arquitectura de la eurozona, la mayor convicción política en el proyecto europeo y los avances en el ajuste de la periferia. En contra, la fatiga con el ajuste y el calendario político.

Panorama General

- **En EE.UU. hay algunas mejores señales en los mercados inmobiliario y laboral. No obstante, la incertidumbre fiscal (política) y la caída de riqueza neta de las familias continuarán siendo un freno.**
- **Las economías emergentes se muestran bastante desacopladas de lo que ocurre en el mundo avanzado. Su dinámica de corto plazo ha seguido más bien desarrollos domésticos en, por ejemplo, China, India y Brasil.**

Los spreads de soberanos y bancos europeos han ido al alza

Euro-Area Sovereign and Bank Spreads
(basis points)



Sources: Bloomberg; Datastream

Europa

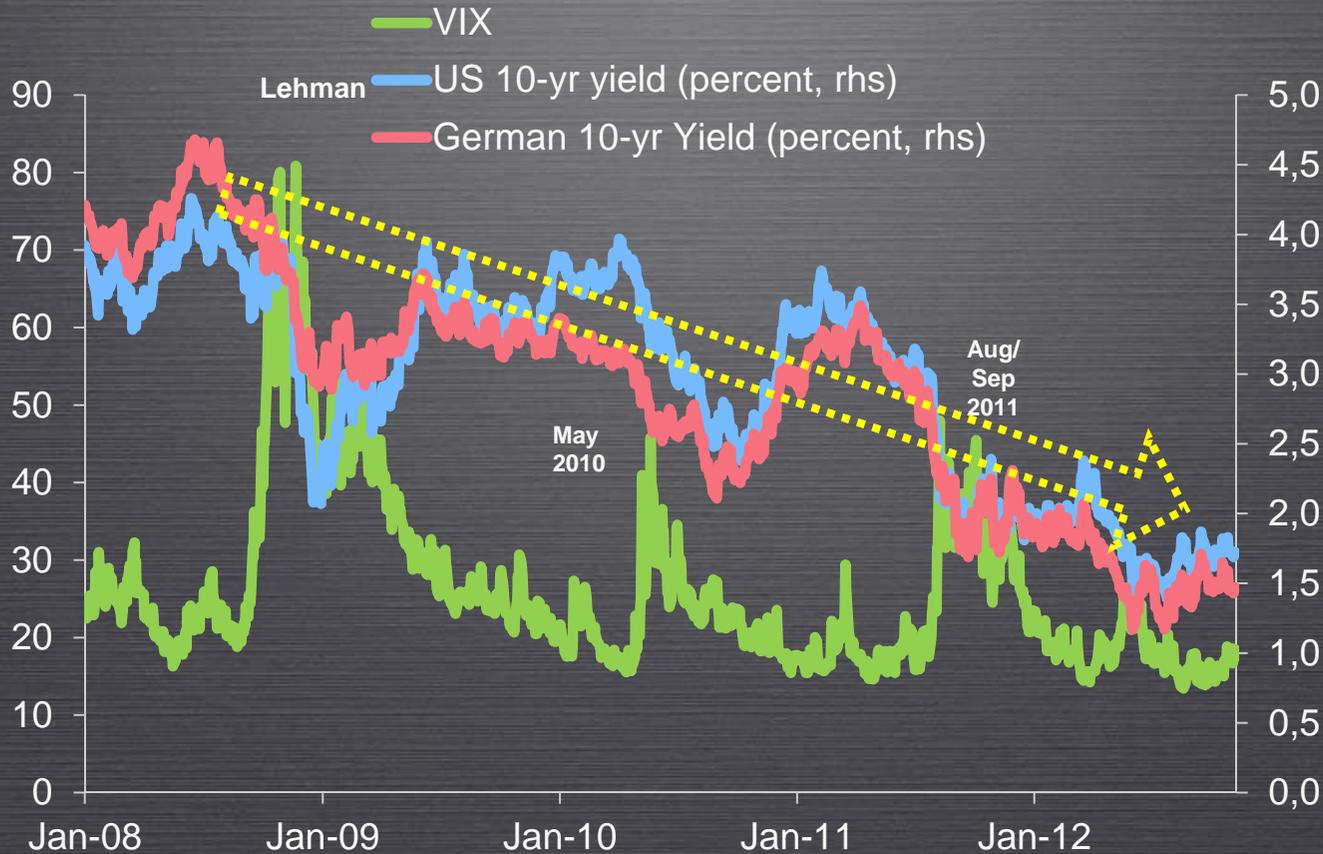
- **“Prestamista de última instancia habemus”**
- **Puede ser un “game changer” al combinar el tamaño del ECB con la condicionalidad del ESM (el ESM sólo y las LTRO’s eran esquemas incompletos).**
- **Pero las OMT interactuarán con la condicionalidad. La duda no desaparecerá.**
- **La periferia está corta de alternativas. La baja en los spreads no durará sin MoU.**

Europa

- Si vuelve el stress financiero sobre economías reales ya muy debilitadas, el costo político puede ser aún mayor que ceder en los MoU.
- Grecia. Un caso aparte.
- Racapitalizar los bancos. Un “must”.
- Lo ideal es profundizar lo estructural y evitar un “overkilling” fiscal. ¿Habrá tolerancia para eso en el centro?
- El “arm twisting” y “chicken game” pueden continuar todavía.

Con la incertidumbre en la periferia europea, los inversionistas se tienden a refugiar en activos seguros

VIX and U.S./German Sovereign Bond Yields, 2008-12



EE.UU.

- **Algunos signos favorables en el mercado inmobiliario y el empleo, pero son débiles y pueden ser transitorios.**
- **La debilidad subyacente de la economía llevó a la Fed a incrementar sus compras de MBS y posponer aun más el inicio de la normalización de tasas.**
- **El impacto de Europa ha sido moderado y acotado a lo comercial. El desapalancamiento de los bancos europeos que operan en EE.UU. no ha sido un problema.**

EE.UU.

- El consumo, fuente principal del crecimiento de la demanda, continuará frágil mientras no se recupere el mercado inmobiliario. Ello tomará algún tiempo todavía.
- La principal incertidumbre es fiscal. La solución más atinada es no ajustar demasiado en el corto plazo y definir –y legislar– ahora los ahorros de mediano plazo. Salud y pensiones.
- Pero el equilibrio político llevará, en el mejor de los casos, a un “compromiso” con más “front loading” del aconsejable.
- A mediano plazo, el riesgo es la deuda. En el corto plazo, el abismo fiscal y el techo de endeudamiento.

Pero los spreads corporativos y soberanos en EE.UU. y Latam se normalizan después de las turbulencias.....

Selected Latin America: Sovereign Spreads and US High Yield Corporate Spreads, 2008-12

(basis points above risk free rate)



Sources: Bloomberg LP; Haver Analytics;
LA5 EMBI is simple average for Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru.

.....y también las monedas Latinoamericanas

VIX and Nominal Exchange Rates, 2008-12



Sources: Bloomberg LP; Haver Analytics.
LA5 is simple average for Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru.

Latinoamérica en este contexto

- **Escenario 1 (poco probable): Recuperación rápida en EE.UU. y Europa.**
 - ✓ Efecto comercial positivo.
 - ✓ Tasa de interés internacionales al alza.
 - ✓ Moderación o aceleración del crecimiento dependiendo del impacto financiero vs el real. Nada dramático.
- **Escenario 2 (muy poco probable): Colapso del Euro.**
 - ✓ Inicialmente refugio en activos seguros.
 - ✓ Depreciación de monedas y caída de bolsas.
 - ✓ Contagio financiero a EE.UU. y Latam moderadamente intenso.
 - ✓ Latam afectada, pero resiliente.

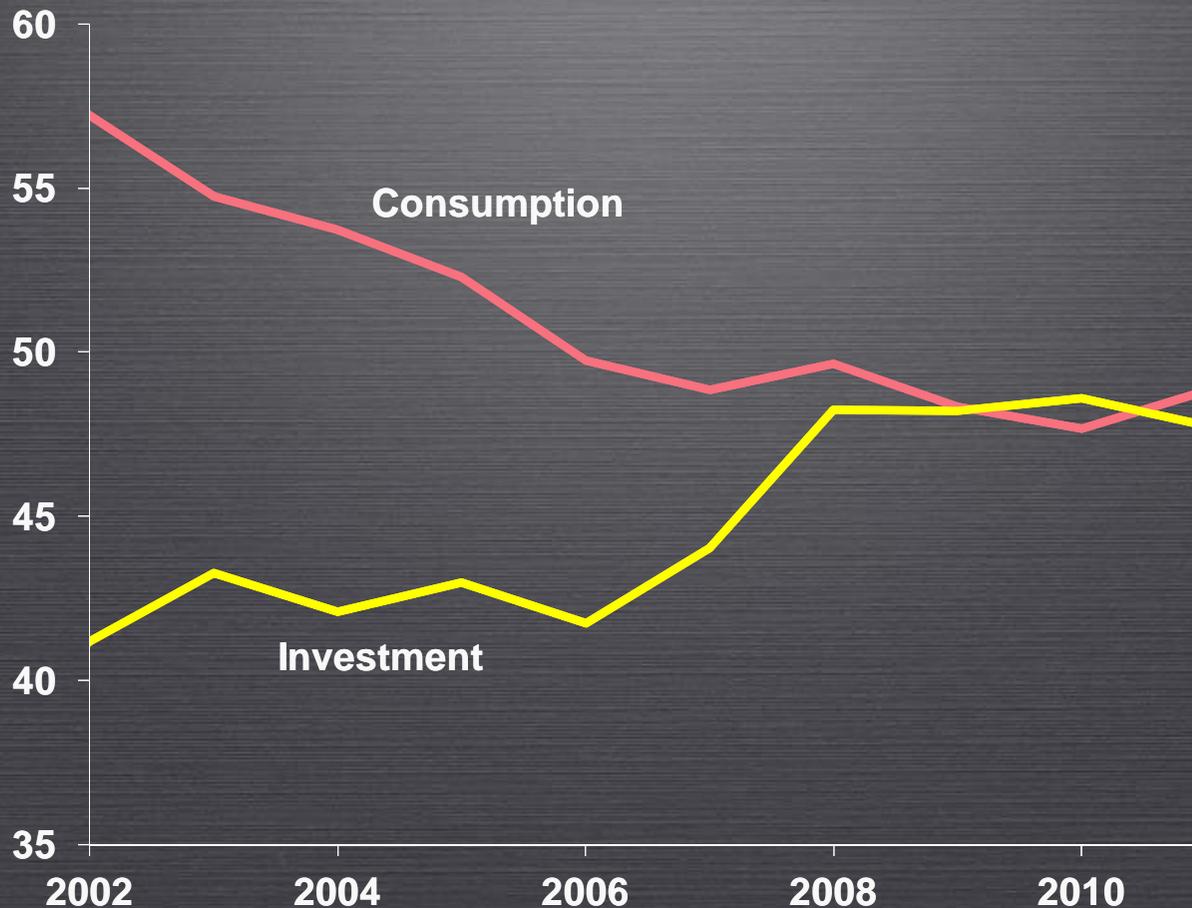
Latinoamérica en este contexto

- **Escenario 3 (el más probable): Recuperación lenta en EE.UU. y Europa.**
 - ✓ Tasa de interés internacionales extremadamente bajas por un período prolongado.
 - ✓ Flujos financieros hacia Latam.
 - ✓ Apreciación de las monedas.
 - ✓ Tendencia a la burbuja.

- **Pero.....**

...el gran riesgo: ¿Podrá China reemplazar sosteniblemente la inversión por el consumo como factor de crecimiento?

China: Consumption and Investment
(In percent of GDP)





Gracias!

Nicolás Eyzaguirre
Noviembre, 2012