

Ideas centrales

- 1. Magnitud de la crisis es mucho mayor de lo imaginado.**
- 2. Surge de un cambio en el paradigma monetario en los últimos 20 años.**
- 3. El mundo saldrá de este episodio muy diferente a cómo entró.**

La peor crisis desde los años 30

- **Comparación con estanflación de los años 70.**
 - Estancamiento económico
 - Precios petróleo altos.
 - Inflación mundial.
 - Desequilibrios macroeconómico
- **Lo diferente:**
 - **Crisis financiera y ruptura de cadenas de pago**
 - Hace difícil implementar la receta Volcker de subir tasas de interés.
 - Agrega dimensiones al contagio mundial.
 - **Impacto de EEUU en resto del mundo es menor.**
 - **Inflación mundial inicial es más baja.**
- **Comparación con años 30**
 - Recesión de la inversión y el consumo
 - Crisis financiera e inmobiliaria.
- **Lo diferente:**
 - **Política monetaria expansiva.**
 - **Cambio estructural: surgimiento de economías emergentes.**
 - **Efecto de anterior sobre precios commodities.**

Situación histórica: Por magnitud de crisis y de salvataje, y por cambio estructural en economía mundial.

Dimensiones de la crisis

- 1. Crisis financiera (crisis de liquidez y de solvencia).**
- 2. Desaceleración económica.**
- 3. Inflación y volatilidad de precios; desorden de los mercados monetarios, cambiarios y de capitales.**
- 4. Desequilibrios estructurales**

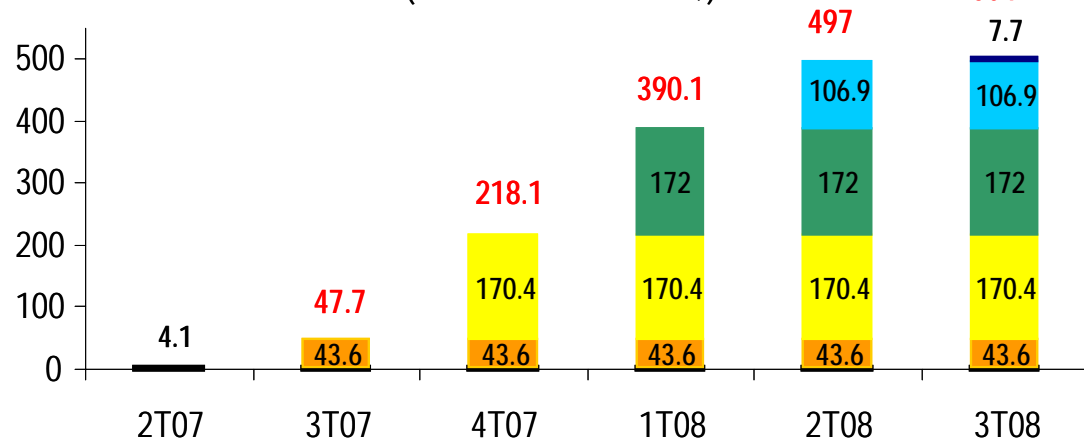
A esto se agrega: crisis de credibilidad

1. Magnitud de la crisis financiera

- **Burbuja: creación de valor ficticio.**
- **Solución: eliminación del valor ficticio creado.**
- **Dilema: valor ficticio es ingreso/riqueza de alguien.**
- **Evitar pérdidas significa inflación/burbujas.**
- **Entonces: o hay recesión o hay inflación/burbujas.**
- **60% a 80% de pérdida de valor de derivados inmobiliarios.**
- **Bancos se están prestando (\$17mM por día).**
- **No todas las pérdidas han sido realizadas, ni reconocidas aún.**

Lista de bancos en problemas es impresionante.

Pérdidas agregadas por el sistema bancario mundial
(miles de millones US\$)



Fuente: Bloomberg Elab: Estudios Economicos Scotiabank

	Pérdida
Citigroup Inc.	55.1
Merry Lynch & Co.	51.8
UBS AG	44.2
HSBC Holding Plc.	27.4
Wachovia Corporation	22.5
Bank of America corp.	21.2
IKB Deutsche Industriebank AG.	15.3
Washington Mutual Inc	14.8
Royal Bank of Scotland Group Plc.	14.6
Morgan Stanley	14.4
JP Morgan Chase & Co.	14.3
Deutsche Bank AG	10.8
Credit Suisse Group AG	10.5
Wells Fargo Company	10.0
Banclays Plc.	9.0

Fuente: Bloomberg Elab: EE - Scotiabank

1. Magnitud de la crisis financiera

- **Desaplancamiento (deleveraging).**
- **Mercados monetarios no están funcionando, por falta de confianza entre los bancos.**
 - **El único acceso a liquidez es vía los BCs.**
- **Ruptura en cadena de pagos.**
- **Tasas de interés en mercados monetarios en alza.**
- **Contagio hacia el resto del sistema financiero y al resto del mundo.**



Pérdidas Reportadas a nivel mundial
(miles de millones US\$)

	Pérdida	Capital
Mundo	504.8	352.2
América	252.2	177
Europa	229.5	154.4
Asia	22.8	20.9

Fuente: Bloomberg Elab: EE - Scotiabank

- **Fondos soberanos aportaron US\$60mM, y han perdido US\$25mM.**
- **Difícil que sigan aportando.**

Institución Financiera	Activos nivel 3 como % del capital
Bear Stearns	314%
Morgan Stanley	235%
Merrill Lynch	225%
Goldman Sachs	192%
Lehman	171%
Fannie Mae	161%
Citigroup	125%
Prudential	119%
Hartford	109%

Magnitud del salvataje

- Fed hará todo lo posible para salvar a los mercados.
- Inyección de liquidez enorme y concertada.
- Mayor activismo Fed en 80 años:
 - Refleja gravedad (no bastan mecanismos normales):
 - Reducción de tasa interés.
 - Implementación de ventanillas de préstamos excepcionales.
 - Salvataje de Bear Stearns.
 - Dar acceso a ventanillas a fondos de inversión y Fmae/FMac.
 - Intento de dominio regulatorio de la Fed.
 - Expansión de uso de activos de la Fed para restaurar liquidez.
 - Superconducto: bancos cooperan y asumen activos de vehículos insolventes.



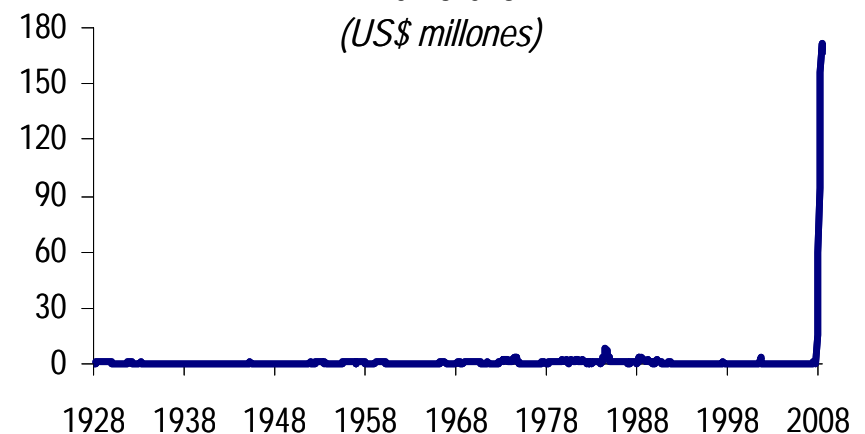
Extensión de ayuda de la Fed.

millones US\$	Dic-07	Jul-08	Aumento
Repos	39,536	113,714	74,178
Term auction credit	20,000	150,000	130,000
Other Fed assets	55,445	104,507	49,062
Net portfolio holding Maiden Lane	0	29,065	29,065

1/: Comprende activos de Bear Stearns

Fuente: FED

Préstamos de la FED al sistema financiero (US\$ millones)



Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

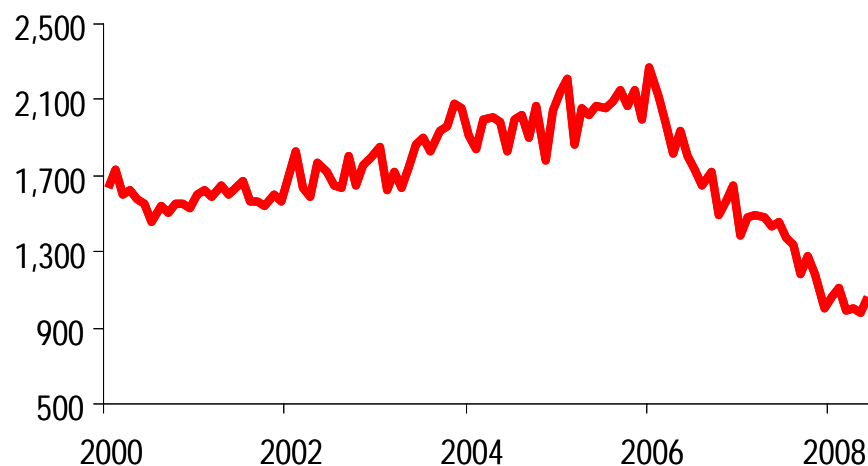
2. Magnitud de la desaceleración

- EEUU entrará en su peor recesión en 60 años.
- Círculo vicioso: Pérdida de valor con desinflé de burbuja.
- Ruptura en cadena de pagos por desconfianza (crédito bancario se contrae).
- Reducción del consumo.
- Reducción de recaudación IR y otros afecta gasto público.
- Política monetaria expansiva hará que sea más prolongada y ¿menos profunda?

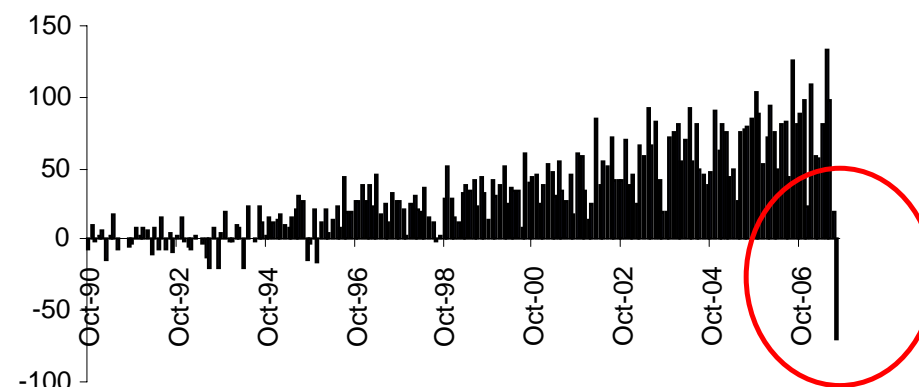
Aún falta mucho en crisis hipotecaria:

- Julio fue el peor mes para el mercado hipotecario en la historia.
- 60% de casas adquiridas en últimos 5 años tienen valor menor que valor de hipoteca.

Construcción de viviendas nuevas
(US\$ millones)



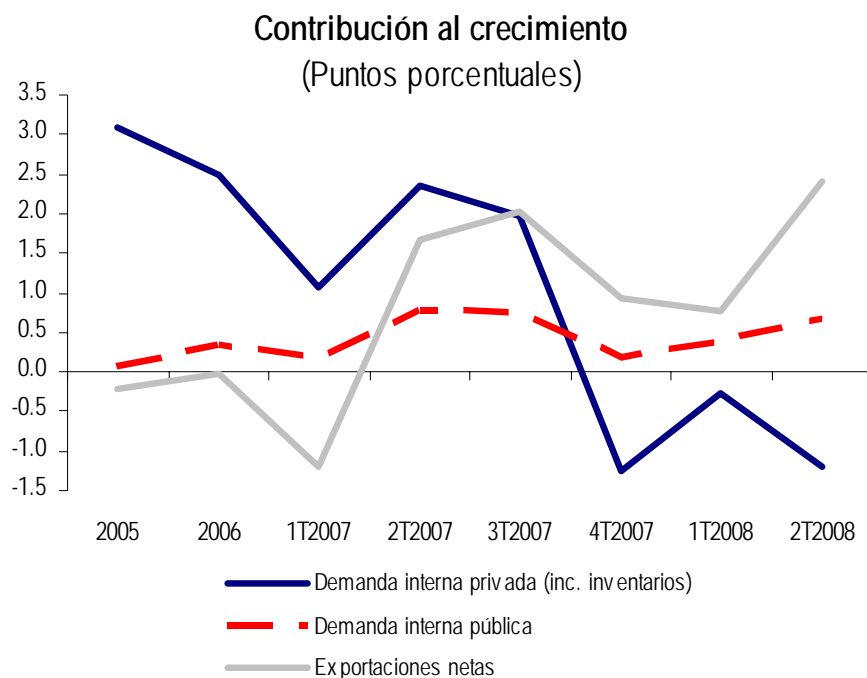
FLUJOS DE CAPITALES DE LARGO PLAZO
HACIA EE.UU.
(US\$ Miles de Millones)



2. Magnitud de la desaceleración

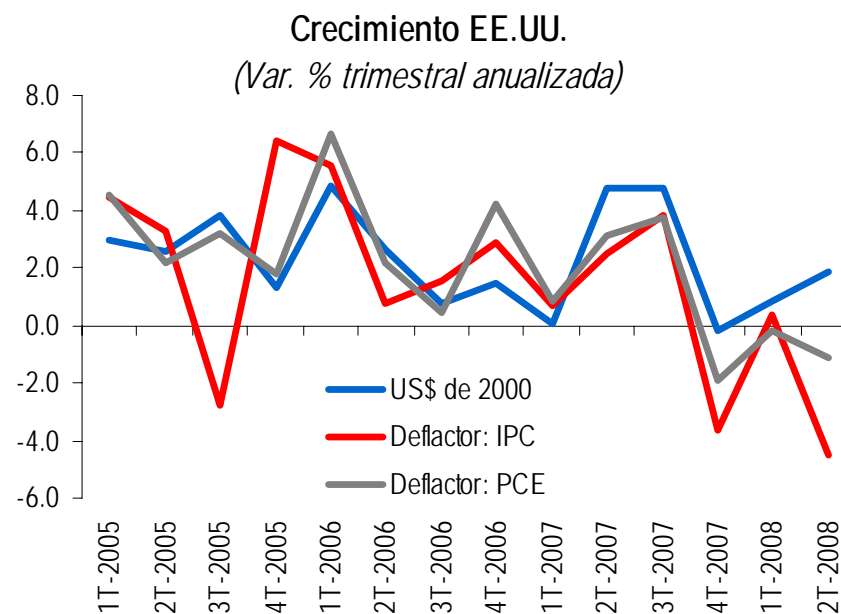
Estamos recién en la primera ola:

- Crisis financiera,
- Reducción de inversión;
- Crisis inmobiliaria



Fuente: Bureau of Economic Analysis Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

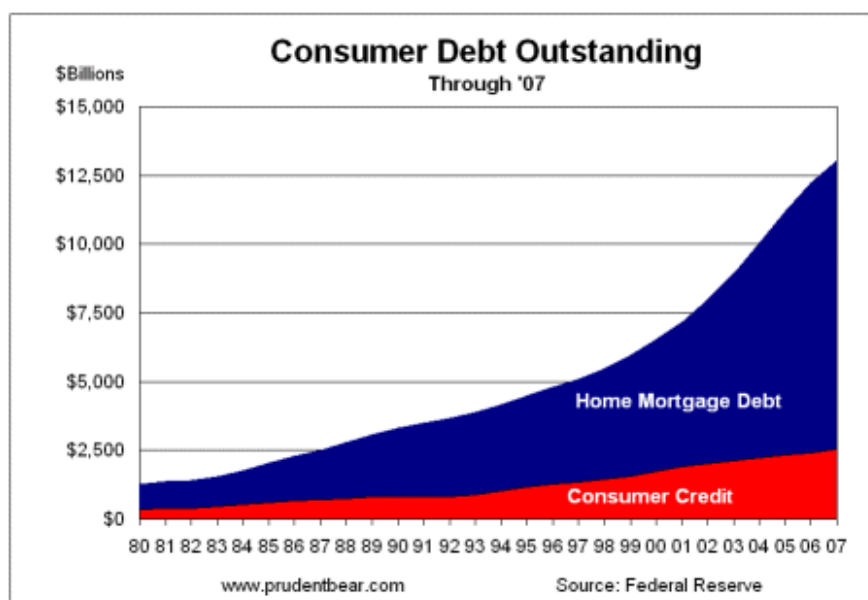
2T calculado sobre deflactor precios de 1.1%;
con PCE 4.4% el PBI habría sido -1.4%.



Fuente: Bureau of Economic Analysis Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

2. Magnitud de la desaceleración

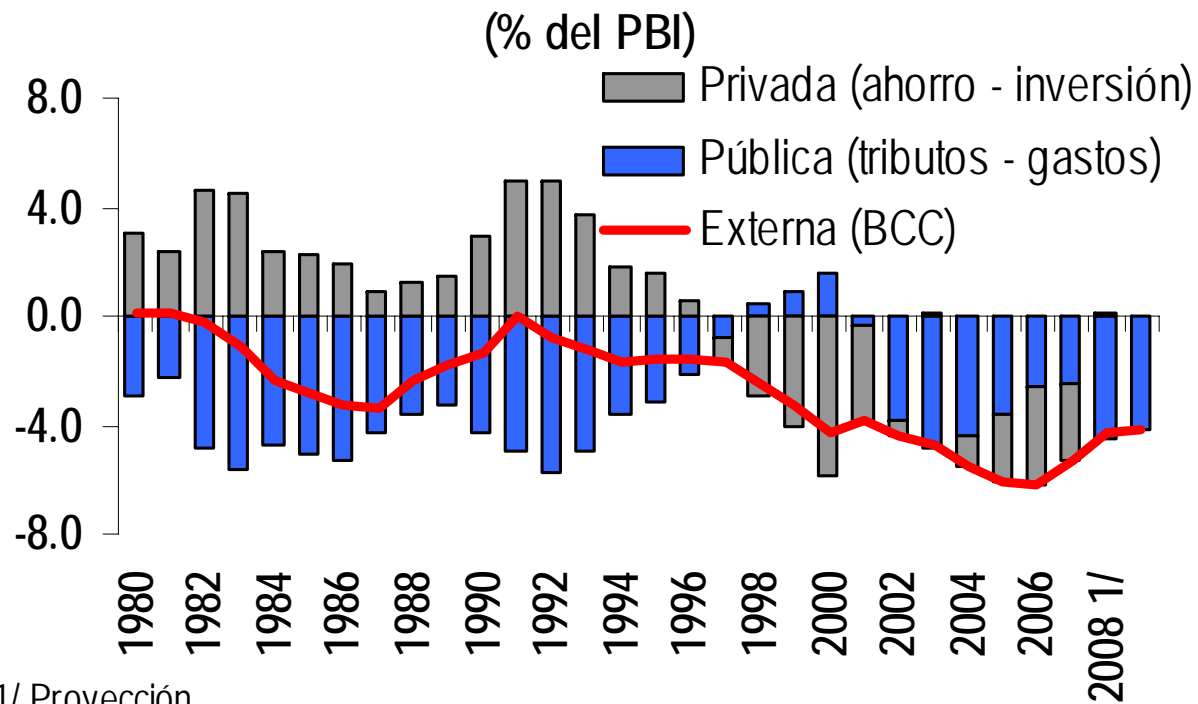
- Falta lo peor de crisis financiera: impacto sobre deuda de consumo y comercial.
- Falta, sobre todo, caída del consumo:
 - Crisis inmobiliaria y pérdida de riqueza.
 - Menor acceso a crédito.
 - Reducción del empleo.
 - Sobreendeudamiento de los hogares.
 - Impacto de inflación, gasolina, depreciación del dólar sobre capacidad adquisitiva.
- Recesión de consumo es más prolongado que recesión de inversión.
- Agregado: reducción en gasto público.
- Subida tasas interés.
- Riesgo: se está sosteniendo una situación artificial hasta después de las elecciones.



3. Crisis de desequilibrios estructurales

- Desequilibrio triple no es sostenible:
 - Fiscal.
 - Sobreendeudamiento privado.
 - Externo.

Brechas macroeconómicas EE.UU.



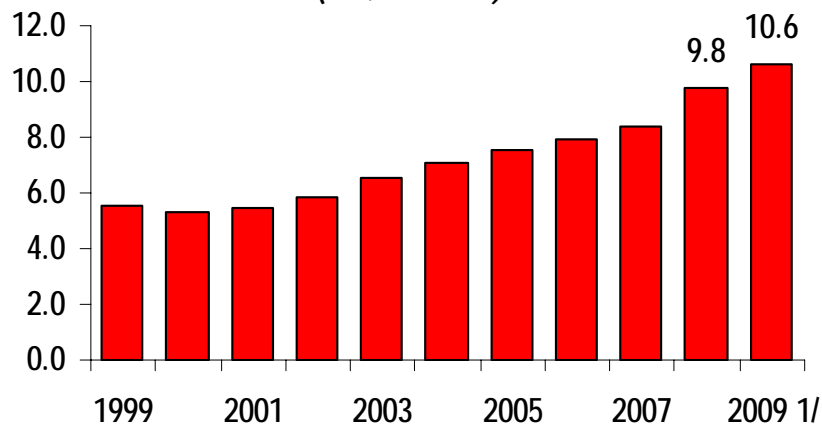
1/ Proyección

Fuente: FMI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

3. Crisis de desequilibrios estructurales: Fiscal

- **Déficit 2009: record \$482mM (excl. \$80mM guerra Irak). Record previo \$413mM en 2004.**
- **Julio: US\$103mM (vs US\$36mM en julio 2007).**
 - **Gasto subió 27%: incl. US\$15mM para cubrir pérdidas de bancos insolventes.**
 - **Recaudación cayó 5.8%.**
- **Auditor (GAO): se está perdiendo el control.**
- **Implicancias para deuda pública: incremento, costo, ¿mora?**
 - **Mercado credit-default swaps: BTs tiene más probabilidad default que deuda alemán.**
- **Estatización de Fmae y Fmac (US\$9b) aumentaría deuda pública entre 50% y 100% (en parte compensado por valor de activos).**

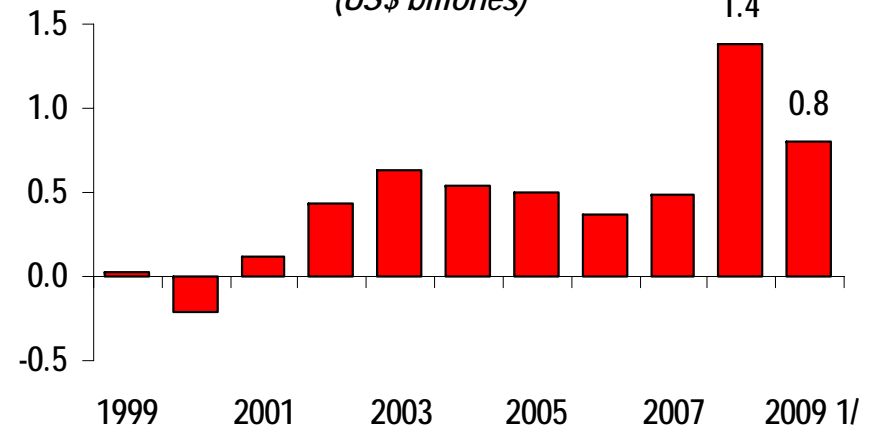
Deuda pública EE.UU.
(US\$ billones)



1/ Proyección

Fuente: FMI, Scotiabank Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Variación deuda pública EE.UU.
(US\$ billones)



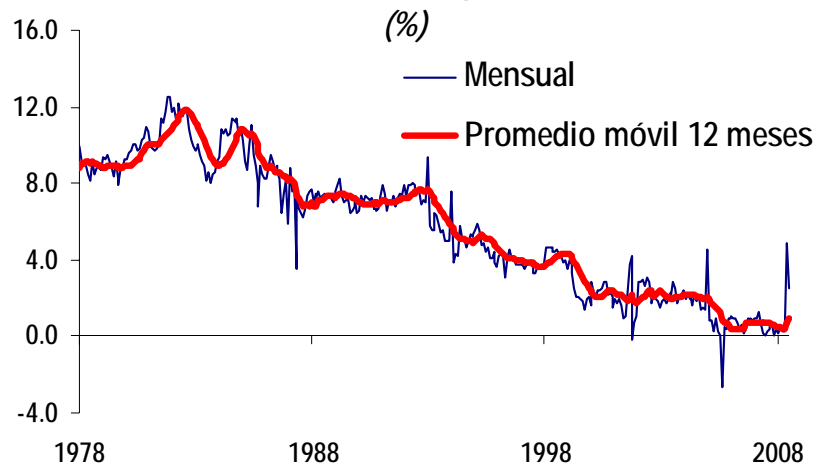
1/ Proyección

Fuente: FMI, Scotiabank Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

3. Crisis de desequilibrios estructurales

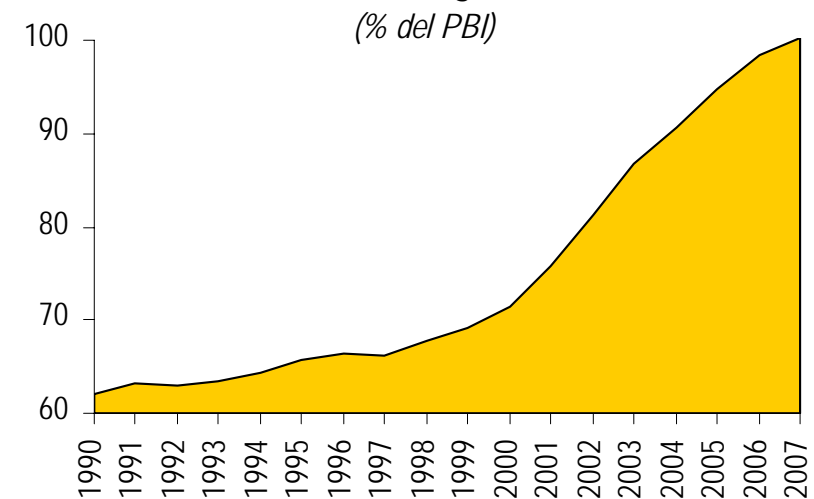
Sobreendeudamiento del sector privado.

Tasa de ahorro personal



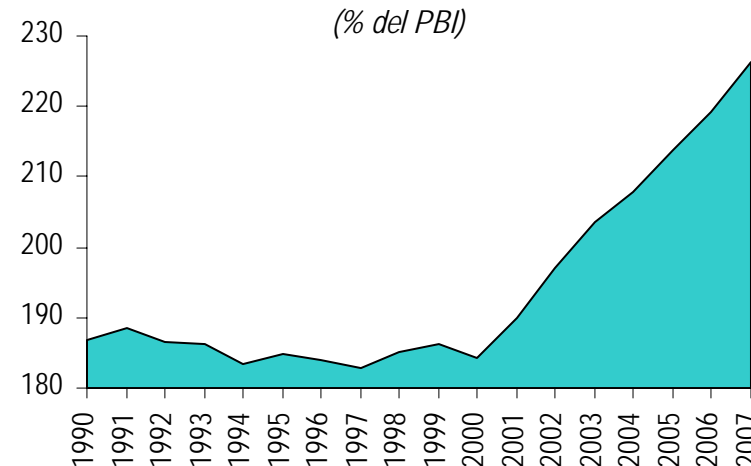
Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Deuda de los hogares EE.UU.



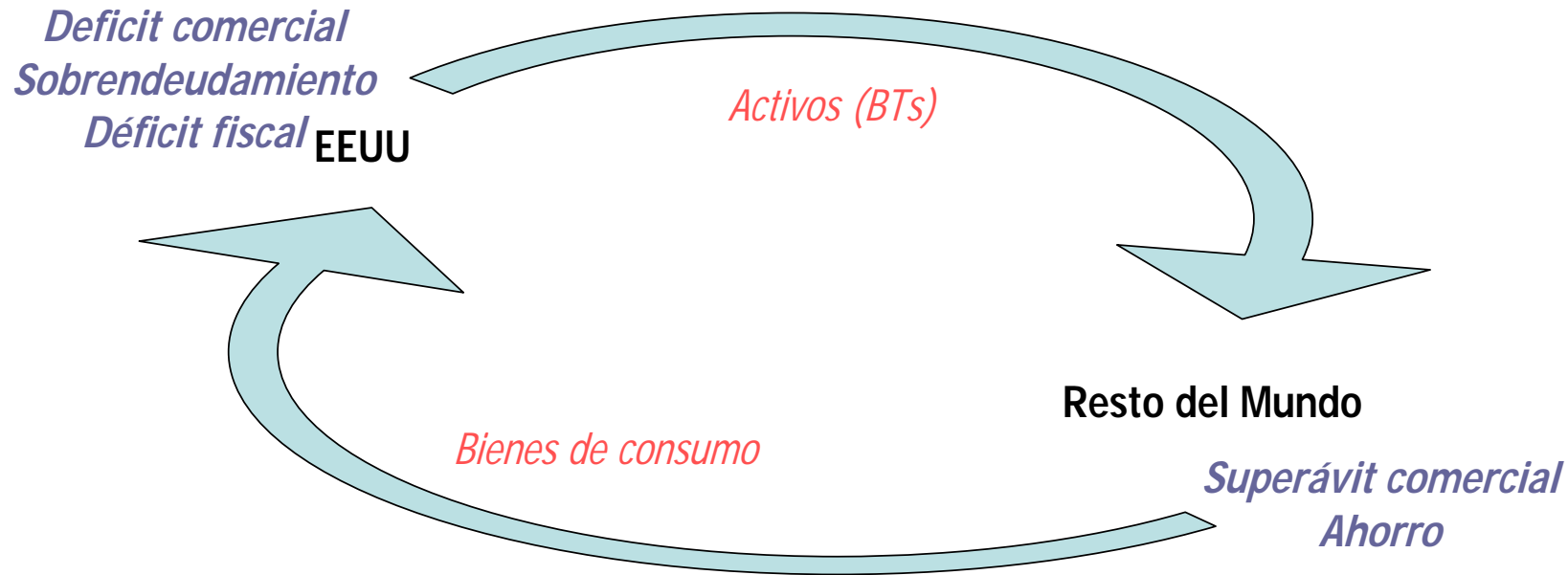
Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Deuda de las empresas de EE.UU.



Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

3. Crisis de desequilibrios estructurales



Es insostenible:

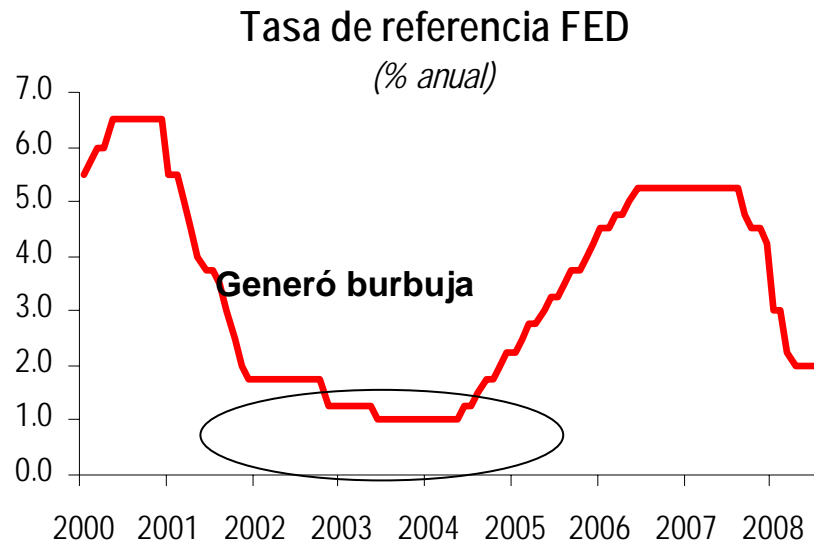
- EEUU deja de comprar bienes de consumo o
- Mercados mundiales se saturan de bonos del Tesoro.

- El mundo debe comprar más de US\$3 mil millones por día para financiar deuda EEUU.
- Necesidad de financiamiento de déficit fiscal está aumentando.

- Deuda no sólo BTs:
- 20% de emisiones de Fmae y Fmac en manos de extranjeros (US\$1.5b/tr o 10% de hipotecas EEUU).

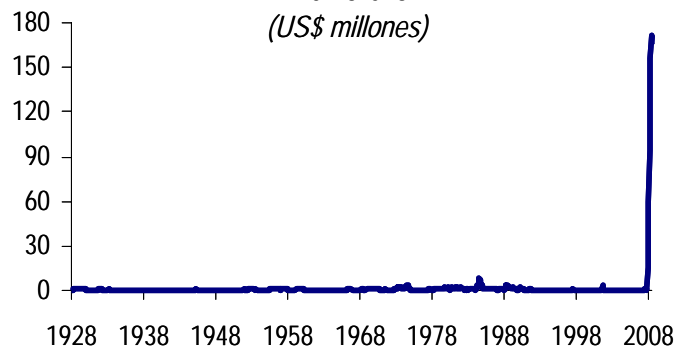
4. Crisis de inflación y volatilidad de precios

- EEUU implementando la política monetaria más expansiva de su historia.
- Factor Bernanke: años 30 se habría evitado con inyección monetaria.
 - “se hará todo lo posible para evitar recesión”

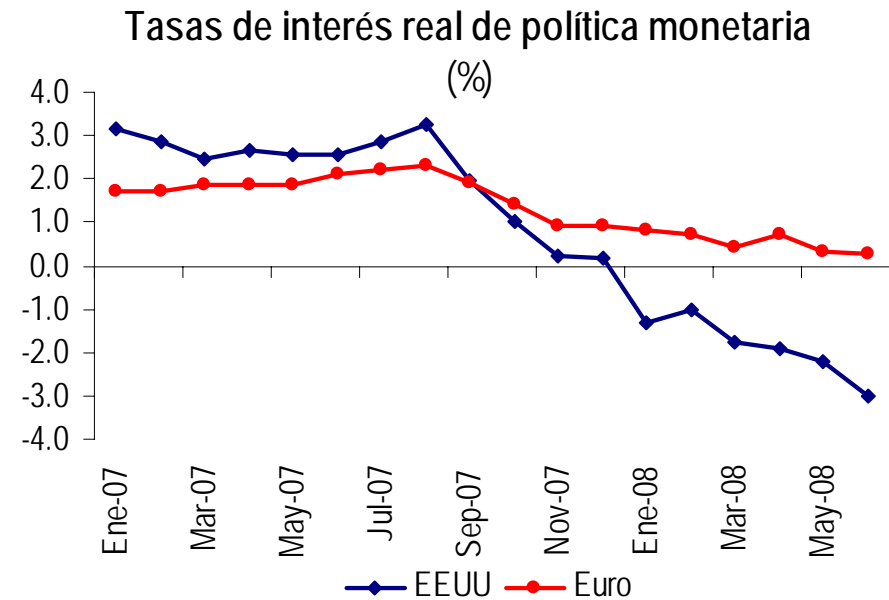


Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Préstamos de la FED al sistema financiero
(US\$ millones)



Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank



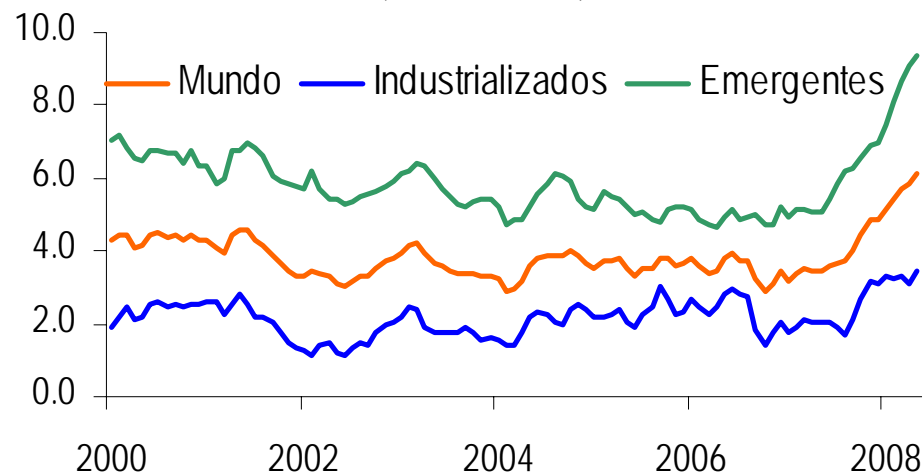
Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

4. Crisis de inflación...

- El mundo está viviendo un momento de política monetaria excesivamente expansiva.
- Es la mayor inyección de liquidez en la historia.
- Inflación supera metas en casi todos los países con meta-inflación.
- Dicotomía monetaria mundial aparente.

Inflación mundial 1/
(Var. % anual)



1/ A mayo 2008

Fuente: FMI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

TASAS DE REFERENCIA REALES %

Economías	Tasa nominal	Inflación 12m	Tasa Real
<i>P. Desarrollados</i>			
EE.UU	2.00	5.0	-3.0
Canada	3.00	3.1	-0.1
Japón	0.50	2.0	-1.5
Eurozona	4.25	4.0	0.3
Reino Unido	5.00	4.4	0.6
<i>Europa Nórdica</i>			
Suecia	4.50	4.4	0.1
Dinamarca	4.25	4.0	0.3
Noruega	5.75	4.3	1.5
Islandia	15.50	13.6	1.9
<i>América Latina</i>			
Chile	7.25	9.5	-2.3
Perú	6.25	5.8	0.5
Colombia	10.00	7.5	2.5
México	8.00	5.4	2.6
Brasil	13.00	6.4	6.6
<i>Asia</i>			
Tailandia	3.25	9.2	-6.0
Malasia	3.50	7.7	-4.2
India	9.00	12.0	-3.0
Indonesia	9.00	11.9	-2.9
Corea	5.25	5.9	-0.7
China	7.47	6.3	1.2
<i>Europa del Este</i>			
Ucrania	12.00	26.8	-14.8
Bulgaria	4.96	14.5	-9.5
Rusia	11.00	14.7	-3.7
Polonia	6.00	4.8	1.2
Hungría	8.50	6.7	1.8
Turquía	16.75	12.1	4.7
<i>Medio Oriente y África</i>			
Pakistán	13.00	24.3	-11.3
Marruecos	3.25	4.7	-1.5
Israel	4.00	4.8	-0.8
Sudáfrica	12.00	12.2	-0.2

Actualizado al 13-08-08

Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

Desorden en los mercados y volatilidad de precios

Hace poco

Liquidez



Petróleo
Comm agrícolas

Hoy

Petróleo
Comm agrícolas



Liquidez



US\$

- **Desinfe commodities es por salida liquidez, más que por deterioro fundamentos.**
 - **Exceso de liquidez exagera movimientos especulativos:**
 - **Mercados suben mucho y muy rápido, y luego deben corregir.**
 - **Cuando ocurre, liquidez busca rentabilidad en otros mercados.**
- **¿Por qué el dólar?**
 - **Reunión G7: apoyar el US\$: fuerte incremento en reservas BCs.**
 - **Giro de política del BCE.**
 - **Exceso de liquidez busca viada, más que fundamentos. Por eso hay burbujas.**

Fortalecimiento del dólar no es sostenible

- Ilusión: fortaleza/debilidad del US\$ se mide en términos del euro.
- Debilitamiento de fundamentos del euro, no significa mejora de fundamentos del dólar.
- Fundamentos del dólar NUNCA han sido peores que ahora:
 - Tasa interés referencia real negativa (-3%).
 - Inyección de liquidez mayor en el mundo.
 - Récord histórico de déficit fiscal en 2009.
 - Deterioro en los balances de la propia Fed.

En el 2008 FED se ha desprendido de \$ 275 mil millones de BTs, 30% de sus reservas.

in MM\$	Dic-07	Jul-08	Var. %
Total Reserves FED	873,512	901,186	27,674
<i>Tenencias</i>			
US Treasuries	754,605	479,206	(275,399)
Bills	241,856	21,740	(220,116)
Notes & bond nominal	470,984	412,392	(58,592)
Notes & bond indexed	36,911	39,171	2,260
Inflation compensation	4,855	5,903	1,048
Gold Stock	11,041	11,041	0

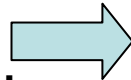
Fuente: FED



Desorden en los mercados y volatilidad de precios

Lo que proponen algunos analistas:

Caídas en petróleo,
commodities por
desaceleración mundial



 inflación
 poder compra
hogares



- Reducción tasas interés
- Regreso a crecimiento
- Fortalecimiento del US\$
- Vuelta a la normalidad

Lo real:

credit crunch

+

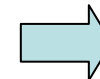
inyección de dinero



Círculo vicioso de
desaceleración mundial



Desorden en mercados:
monetario, cambiario, y
capitales.



- Volatilidad precios
- Incertidumbre

- Desorden en mercados es por sobreabundancia de liquidez sin respaldo de valor real.
- Es difícil concebir caída sostenida en inflación mundial o de commodities con tanta creación de liquidez sin contraparte de valor.

KITCO- IMPORTANT NEW NOTICE: Demand for bullion products has increased significantly in recent days. As a result, we may experience delays in supply and possibly delays in processing and shipping by our vaults. We apologize for this inconvenience.

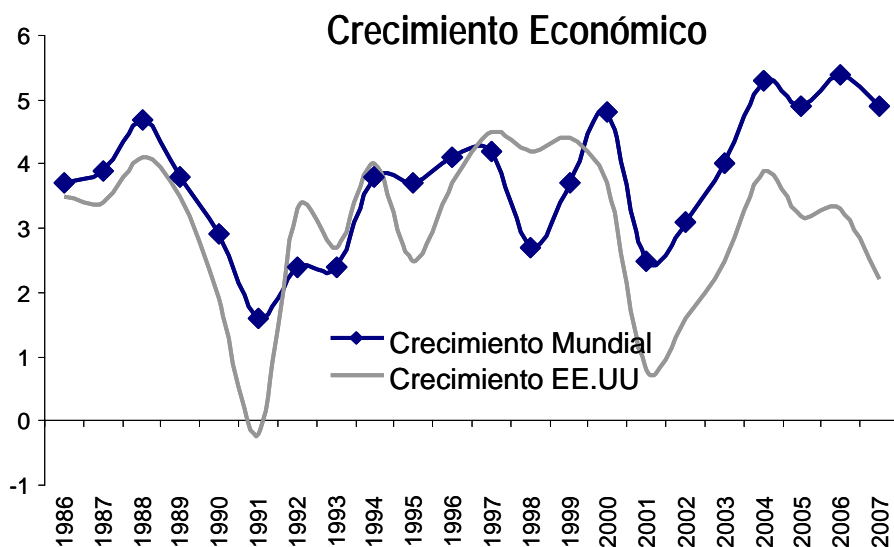
El tema del desacoplamiento

- **EEUU no tiene el peso en la economía real mundial que en el pasado.**
- **Tiene un peso inmenso en los mercados monetarios.**

Niveles de acoplamiento EEUU - RM:

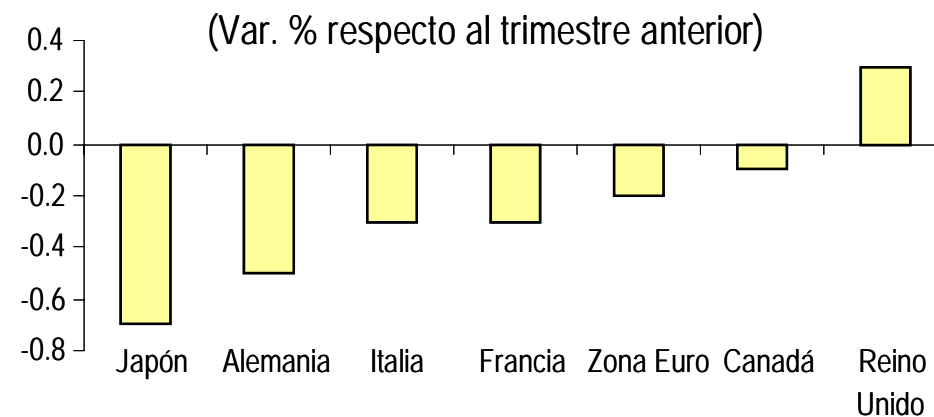
- **Muy fuerte:** Precios claves de importación e inflación
- **Fuerte (creciente):** Mercados cambiarios, monetarios y capitales
- **Moderado:** Economía real

- **Regiones que crecen: América Latina, Escandinavia, China y parte Asia, Rusia, Medio Oriente.**
- **Regiones en recesión o cerca: G7 y otros Europa y Asia.**



Fuente: FMI, Estudios Económicos - scotiabank

Zona Euro / Países G7: Crecimiento del PBI, 2008 1/



1/ Corresponde a segundo trimestre, excepto Canadá y Reino Unido (primer trimestre).

Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

No hay desacoplamiento monetario

EEUU afecta a la economía real vía mercados monetarios:

- **El mundo enfrenta mercados monetarios, cambiarios y de capitales en total desorden.**
- **Esto genera incertidumbre y pérdida de valor vía la caída en los mercados.**
- **Inflación de insumos y volatilidad cambiaria afectan márgenes de empresas y rentabilidad de proyectos de inversión.**

Crisis de credibilidad

- ***Barclays***: Credibilidad Fed ha caído por debajo de cero.
- ***Paul Volcker***: FED ha perdido el control; demasiadas burbujas por mucho tiempo.
- ***Davos***: moción afirmando que BCs han perdido el norte y el control de la economía.
- ***Edmund Phelps***: reducción de tasas de interés y devolución de impuestos no pueden resolver problemas estructurales de los bancos.

- Sensación de que las soluciones provienen de las mismas instituciones que generaron el problema.
- Salvataje y moral hazard.

- Falta de credibilidad contribuye a incertidumbre, temor y volatilidad de los en mercados.



Las raíces de la crisis

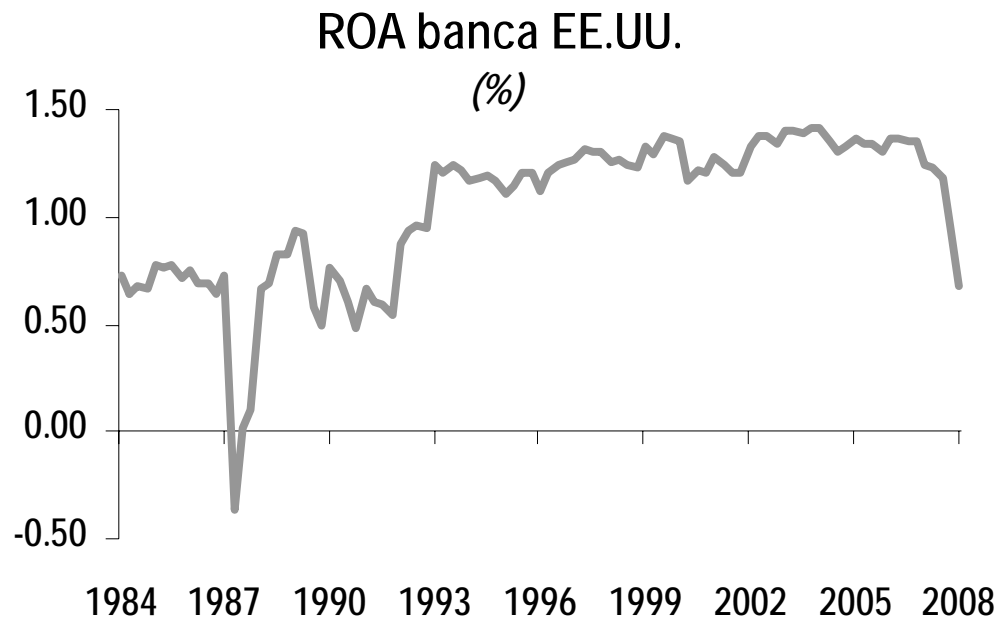
Cambio en el paradigma monetario

BIS: crisis subprime gatilló la crisis, pero su causa ha sido la expansión de liquidez.

- **La crisis financiera actual es el resultado de una revolución en la política monetaria:**
 - **Una política monetaria “acomodatícia”, buscando crecimiento incesante.**
 - **Tasas de interés en vez de agregados monetarios como instrumento de política.**
 - **Política de fortalecimiento del dólar.**
 - **Intervención en los mercados.**
 - **Énfasis en las expectativas y deterioro de la transparencia en política y cifras macroeconómicas.**
 - **Desregulación de los mercados y el surgimiento del mercado de derivados.**
 - **Mayor poder para la Fed.**

Cambio en el paradigma monetario

Este cambio paradigmático empezó con la crisis de 1987.



Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

- **Greenspan 1987: expansión monetaria para frenar colapso de mercados.**
- **Con esto empezó era de política monetaria expansiva para en cada crisis, para dar continuidad a crecimiento económico.**

Cambio en el paradigma monetario

Era de la abundancia de liquidez:

- Políticas monetarias centradas en tasas de interés no en la masa monetaria.
- Razonamiento: liquidez generada por tasas bajas no afecta precios de bienes y servicios sino a activos.

Kevin Warsh (FED), tres justificaciones de aumento de liquidez:

- Innovación financiera.
 - Crecimiento económico robusto (“*Great Moderation*”, menor volatilidad y mayor confianza).
 - Ahorro excesivo en economías emergentes.
-
- Es decir, abundancia de liquidez no se debería a Bancos Centrales sino a una situación económica mundial nueva.
 - Fed sólo se “acomodaba” a esta situación: política monetaria acomodaticia.

Pensamiento FED

- **1989: Heller (director): FED deberá “salvar” al mercado bursátil comprando acciones.**
- **1988-89: Se formó WGFM y se creó el Exchange Stabilization Fund, ESF.**
 - **ESF compra futuros del índice bursátil (a través de ciertos BI).**
- **1995: FED empieza a anunciar su objetivo de tasa de interés.**
- **1997: Greenspan: BCs prestar oro al mercado para fortalecer US\$, mantener inflación baja, y tasa de interés baja.**
- **1998: Tinsley (*Short-Rate Expectations, Term Premiums, and Central Bank Use of Derivatives to Reduce Policy Uncertainty, Sep. 1998*).–**
 - **Economías influenciadas por percepciones de política monetaria más que por medidas de pol. mon.**
 - **Derivados acortan distancia entre tasa interés de corto plazo y de largo plazo.**
- **1998: Evan Koenig; *Monetary Policy in a Zero Interest Rate Economy*: Políticas pierden efectividad cuando la tasa de interés de corto plazo se acerca a 0 (trampa de la liquidez).**
 - **Evitar recesión: FED debe comprar BTs largo plazo para reducir tasa.**
- **2002: “Deflation: making sure it Doesn’t Happen Here”: expansión monetaria:**
 - **Evitar deflación.**
 - **“Liquidar” sobreendeudamiento a través de la inflación.**
- **Nov 2003: Ben Bernanke; FED “arrojaría dinero de un helicóptero” de ser necesario.**
- **Greenspan (fines 2003): “Estabilidad de los precios de los activos tendrán una importancia en la agenda de los BCs en el futuro.**

Coordinación e intervención en los mercados

- **1988: se creó el Working Group on Financial Markets (decreto ejecutivo 12631).**
 - **Mandato: evitar las crisis de mercados (como de 1987).**
 - **Sólo reporta directamente al Presidente (Bush).**
 - **Tiene historia de intervención: Guerra Golfo I, crisis México, crisis de LTCM, 11 de setiembre.**

WGFM es entidad decisora; un vehículo es Exchange Stabilization Fund, ESF.

- **A cargo del sec. del Tesoro.**
- **Forma de intervención en NYSE: compra de futuros del índice de la bolsa.**
- **Paulson: “el WGFM se mantiene vigilante”.**
- **WSJ: protocolo incluye llamadas a instituciones financieras, traders. El protocolo incluye frenar el colapso de la bolsa.**
- **Mercados muestran actividad:**
 - **Sincronización entre oro, petróleo, Dow, tasa interés de BT 10 años y Euro/US\$.**
 - **Exacerba tendencias al dar señal a inversionistas.**
 - **Estas señales interfieren con precios y mercados como señal.**

US\$ fuerte y oro débil

- Bernanke & Paulson: se busca política de “dólar fuerte”.
- Volcker: si mercados pierden confianza en US\$, habrá inflación alta y “problemas reales”.
- Bernanke: intervención en mercado del dólar se justifica en periodos de desorden.
- Dos formas de mantener el dólar como moneda de reserva:
 - Coordinar con otros BCs (G7; 2003 con Japón).
 - No permitir el surgimiento de alternativas (el oro).

Intervención en el mercado del oro desde mediados de los 90s:

- R. Rubin (Sec Tes 1995-99)- arquitecto de supresión del oro: mantener la tasa de interés baja y el dólar fuerte al mismo tiempo.
- L. Summers (Sec Tes 1999-2001) paper 1988 "Gibson's Paradox and The Gold Standard":
 - En un mercado libre, el oro y las tasas de interés deben mover en direcciones opuestas. Esto debilita el dólar.
 - Para romper relación hay que reprimir el mercado del oro.
- Greenspan (1998): BCs prestos a proporcionar tanto oro como sea necesario.
- FMI ha cambiado reglas contables para ocultar préstamos de oro.

- En 90s empezó significativa venta y leasing de oro de BCs del mundo; swaps.
- Forma de intervención:
 - WGFM decide y ESF compra/vende oro colocando pedidos vía FED-NY.
 - FED-NY coloca pedidos vía bancos privados de Nueva York
- Movilización de oro desde FED-NY coincidiendo con movimientos de precio de oro.
- Movimientos inusuales de oro en momentos claves (crisis LTCM, guerra de Irak, elecciones).
- Hoy: desabastecimiento y divorcio entre mercado de papel y mercado físico.

Pensamiento FED

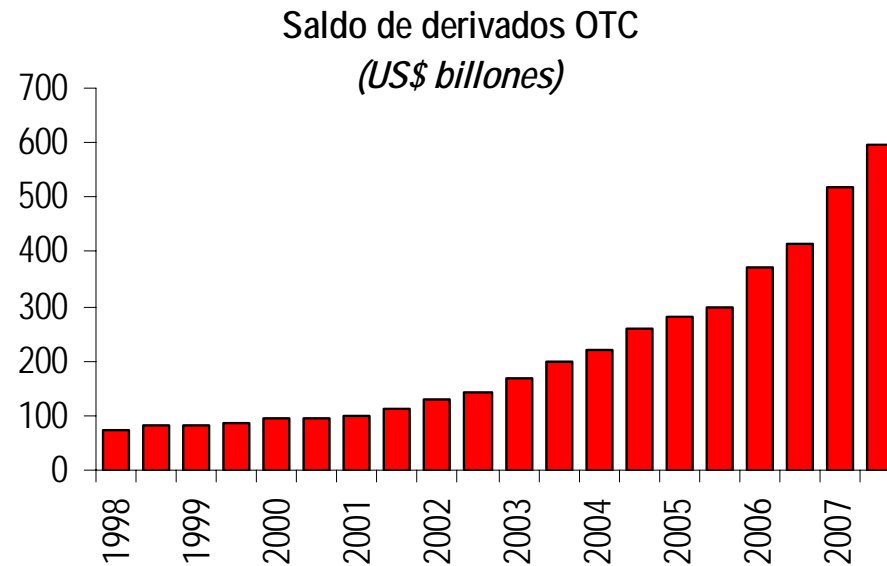
En resumen

- **Política expansiva se justifica.**
- **Mantener tasa interés baja para dar continuidad indefinida al crecimiento.**
- **Manejar expectativas del mercado.**
- **Uso de medidas “no convencionales” (compra de activos; intervención en mercados).**
- **Evitar crisis en mercados financieros.**
 - **Crisis económicas son precedidas por crisis en los mercados financieros.**

Pensamiento FED

Al mismo tiempo:

- Surgimiento de una multiplicidad de formas de crédito y bancos “universales”.
- Surgimiento de Hedge Funds para canalizar la sobreabundancia de liquidez.
- Expansión de mercado de derivados como vehículo de absorción de liquidez.
 - Mercado no regulado y poco transparente.
 - Mark-to-model y empaquetamiento: divorcio entre valor en libros y valor real.
 - En vez de usar para reducir riesgo, se tornó vehículo para buscar rentabilidad.
- Moral Hazard: salvataje continuo de bancos en problemas relajó criterios de riesgo.
- Valorización vía “mark-to-model”, sin ninguna base en la realidad.



Fuente: BIS Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Falseamiento de las cifras macroeconómicas

Cuestionamiento a cifras de empleo, inflación, PBI y fiscales.

- **IPC:** antes de 1990 IPC medía cambio de precios de una canasta dada de bienes.
- **Desde 1990 (iniciativa Greenspan):**
 - **Sustituir bienes caros por similares baratos.**
 - **Cambios en pesos de bienes favorece bienes cuyos precios bajan.**
 - **“Hedonics”:** ajuste de precios para tomar en cuenta mayor “beneficio”. Si precio computadora sube, se supone que refleja mejoras.
- **Bancos Inversión (MS):** CPI no refleja inflación real de EEUU.
- **TIPS-Treasury Inflation Protected Securities:** mercado en declive, por desconfianza en cálculos de inflación.

- **PBI:** mejoras en productividad de empresas offshore están siendo incluidas en PBI local.
- **PBI:** uso de deflactor muy por debajo de la inflación.

- **Empleo:** “Birth-death model”.

- **Fiscal:** no inclusión de gasto guerra Irak (a pesar de mandato del Congreso).

Perspectivas: el mundo será muy diferente

- El mundo está pagando las consecuencias de un política irresponsable.
 - Se mantuvo las tasas de interés bajas por mucho tiempo.
 - Faltó sentido común en políticas.
 - Se pasó por alto las burbujas generadas.
- Generó burbujas de activos, desequilibrios macro, inflación, falta de confianza, recesión.
- EEUU tendrá que decidir entre salvataje (inflación, deterioro macro) o sinceramiento (recesión).
- Subida fuerte de tasas de interés.
- Riesgo de crisis de financiamiento de deuda: reducción de calificación.
- Mundo saldrá de este periodo en una situación muy diferente a cómo entró.
- Aumento de desequilibrios dejará a EEUU debilitado por mucho tiempo.
- Peso EEUU se reduce, versus mayor descentralización económica mundial. Nuevo rol de países emergentes: el centro de gravedad de la economía mundial está cambiando.
- Dólar podría perder hegemonía de moneda mundial.
- Desorden mercados tendrán consecuencias impredecibles.
- ¿Tiene sentido políticas de meta-inflación en un mundo de desorden monetario generalizado?
- ¿Hay una relación entre meta-inflación y riesgo de desorden monetario?