

# La crisis financiera mundial y las proyecciones económicas de la OCDE

Klaus Schmidt-Hebbel  
Economista Jefe, OCDE

Centro de Estudios Públicos  
Santiago (Chile), 3 diciembre 2008



## **OECD Economic Outlook 84 (Nov. 2008) y conferencia de prensa:**

[http://www.oecd.org/document/35/0,3343,en\\_2649\\_201185\\_41721827\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/35/0,3343,en_2649_201185_41721827_1_1_1_1,00.html)

## **Extracto de la publicación, notas de países y estadísticas:**

[http://www.oecd.org/document/18/0,3343,en\\_2649\\_34109\\_20347538\\_1\\_1\\_1\\_37443,00.html](http://www.oecd.org/document/18/0,3343,en_2649_34109_20347538_1_1_1_37443,00.html)

# Índice

1. La crisis financiera mundial
2. Otros factores globales que inciden en las perspectivas económicas
3. Proyecciones de la OCDE 2009-2010
4. Las respuestas a la crisis financiera y a la recesión
5. Estrategias para la salida de la crisis

# 1. La crisis financiera mundial

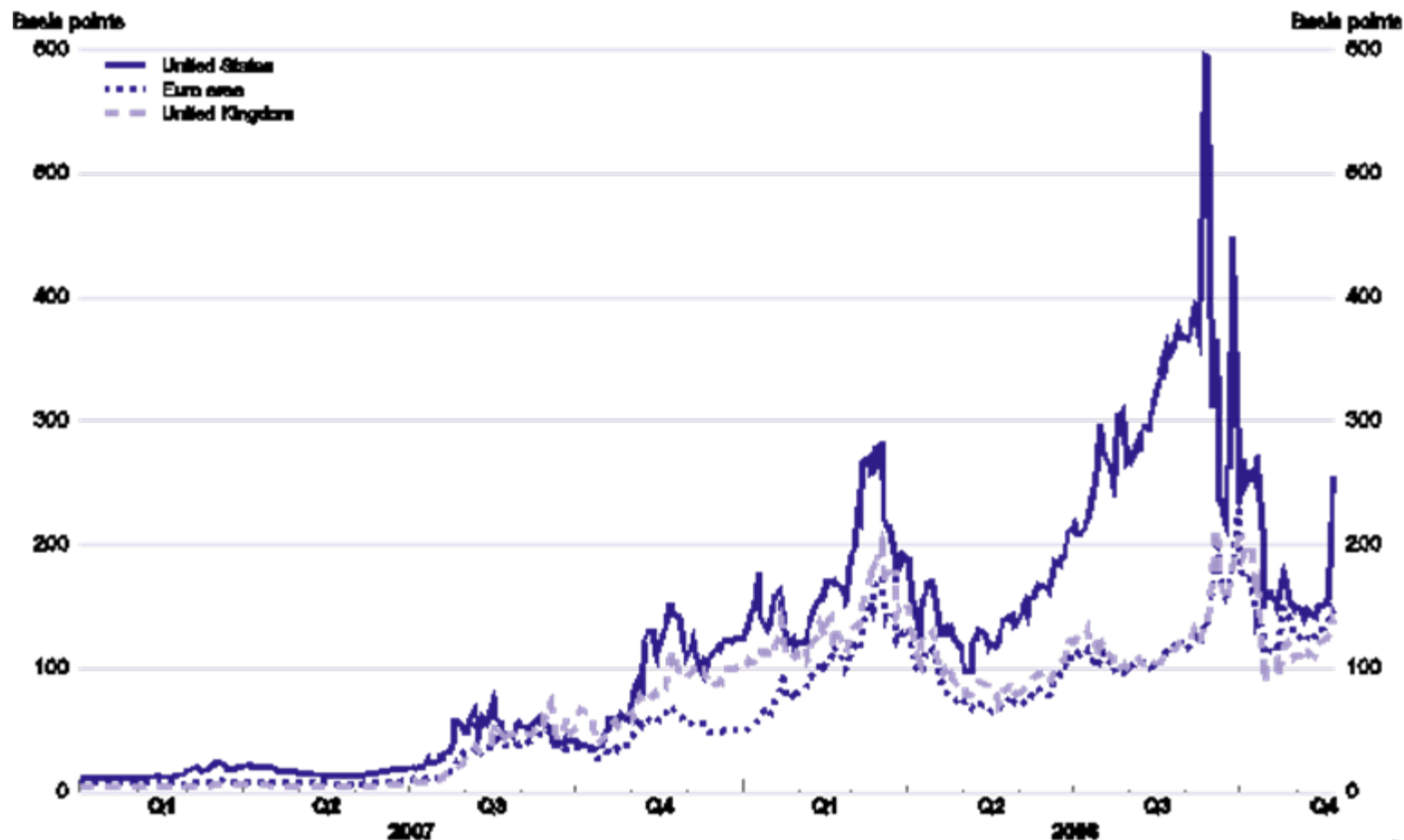
# Causas de la crisis financiera: Interacciones entre fallas de mercado, de regulación y de políticas

- 1. Fallas específicas en mercados financieros que exacerban información asimétrica y riesgo moral:** excesiva toma de riesgo, incentivos inadecuados, instrumentos financieros complejos de características y riesgo opaco, información opaca sobre balances consolidados de grupos, risk rating distorsionado por incentivos perversos, arbitraje regulatorio, etc.
- 2. Fallas específicas en regulación y supervisión financiera:** ausencia de regulación y supervisión integrada, falta de cobertura por los reguladores; opacidad en modelo de originar-para-distribuir, regulación de capital procíclica (Basilea II), atraso tecnológico e informativo de reguladores y supervisores, subsidios implícitos a deuda hipotecaria (2 FM), etc.
- 3. Fallas de políticas en algunos países:** política monetaria excesivamente acomodaticia ("Greenspan put"), políticas fiscales procíclicas (p.ej. EE.UU.); sistemas cambiarios inflexibles.

## Los acontecimientos recientes de la crisis financiera

- Después de la caída de Lehman Brothers a mediados de septiembre, una pérdida generalizada de confianza entre instituciones financieras provocó reacciones similares a un apagón en los mercados financieros internacionales.
- La crisis financiera en EEUU se convirtió en una crisis financiera global, llevando a instituciones bancarias y no bancarias con importancia sistémica al borde del colapso.

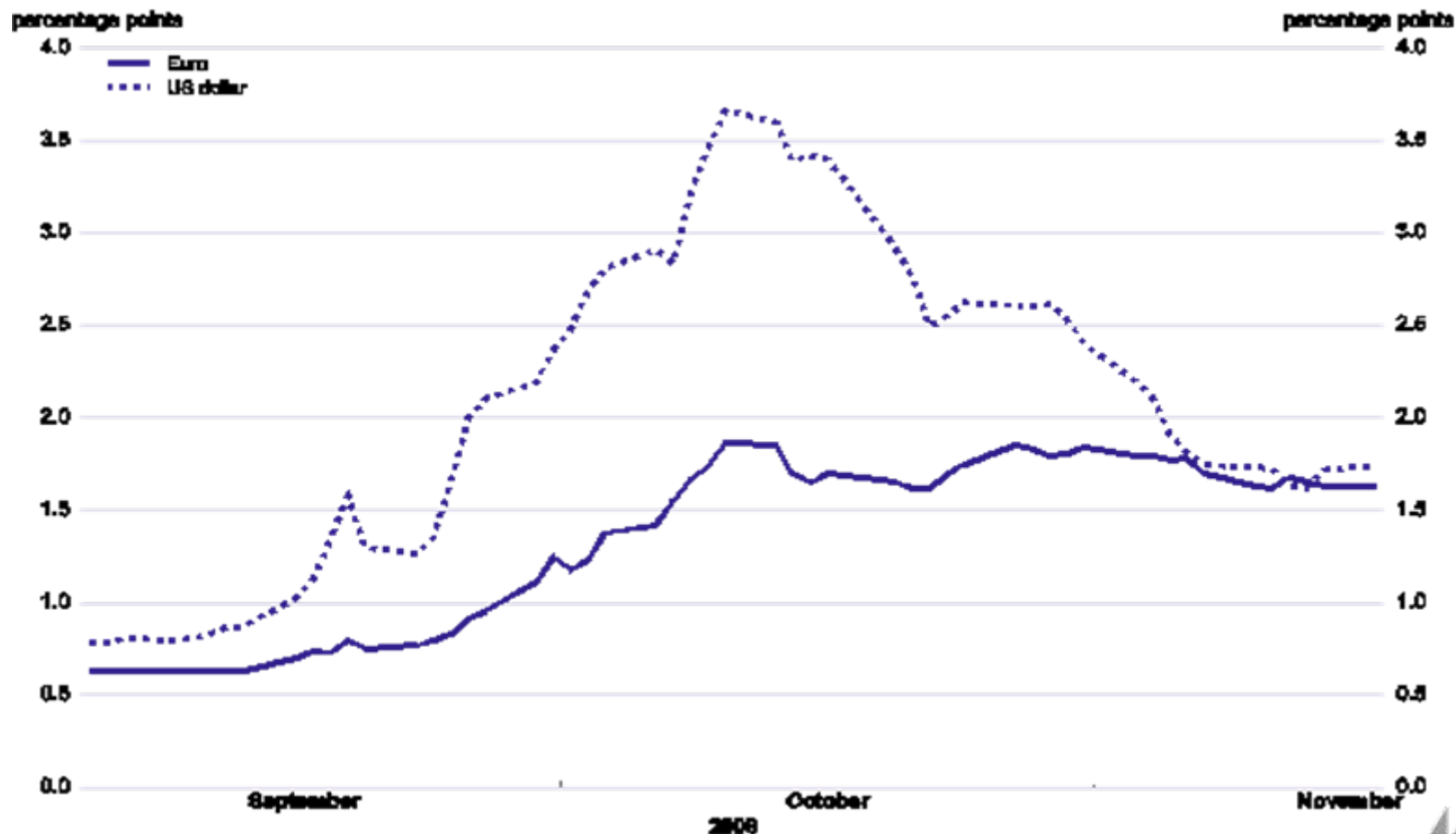
# Continúa significativa incertidumbre en financiamiento de bancos



Promedio de las tasas de *credit default swaps* a 5 años en bonos *senior* entre los principales bancos.

Fuente: Datastream.

# Mercados del dinero continúan bajo elevada presión



Nota: Para la zona euro, se muestra el diferencial entre la tasa EURIBOR a tres meses y el índice EONIA de *swaps* a tres meses; para los Estados Unidos, se muestra el diferencial entre la tasa LIBOR a tres meses y el índice de *swaps* a tres Meses. Fuente: Datastream; y Bloomberg.



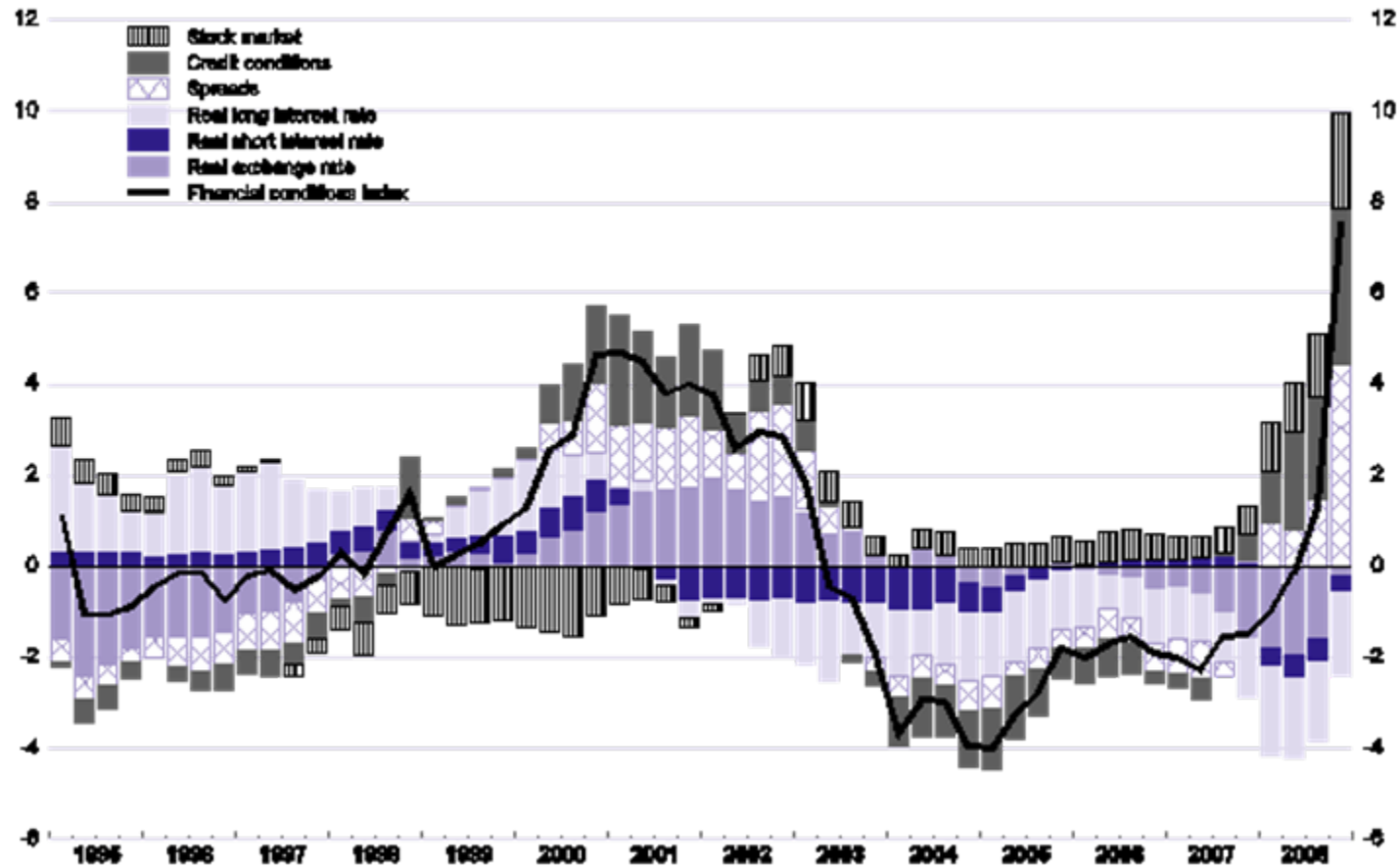
# Continúa aumentando el costo del crédito corporativo



Nota: Bonos corporativos con calificación BBB por Merrill Lynch. Los diferenciales se calculan con los rendimientos promedio de 5-7 años y de 7-10 años.

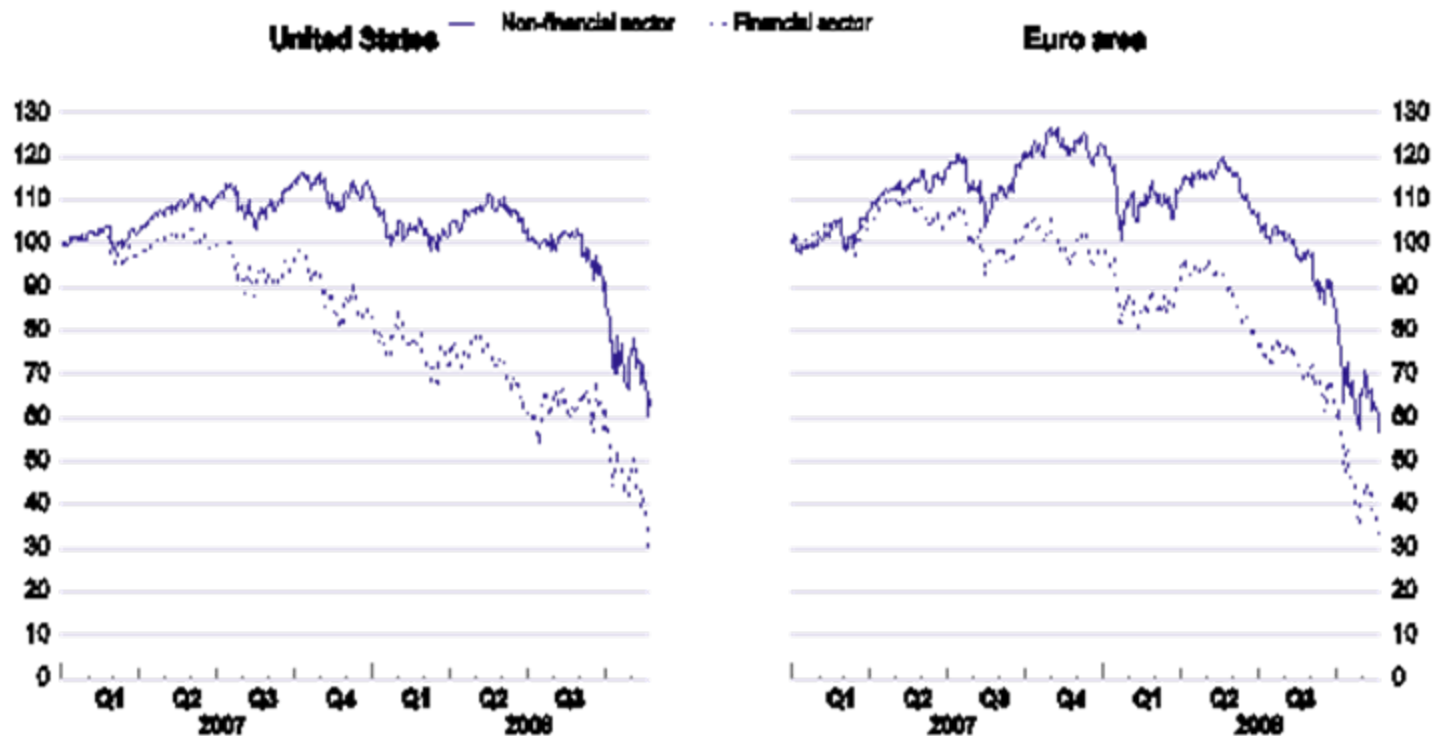
Fuente: Datastream.

# Condiciones financieras en EEUU continúan deteriorándose



Fuente: Base de datos del OECD Economic Outlook 84; Datastream; y cálculos de la OECD.

# El desplome en los mercados accionarios



Nota: Índices de precios de acciones, 1 enero 2007=100.  
Fuente: Datastream; y Bloomberg.

# Altos premios soberanos en mercados emergentes



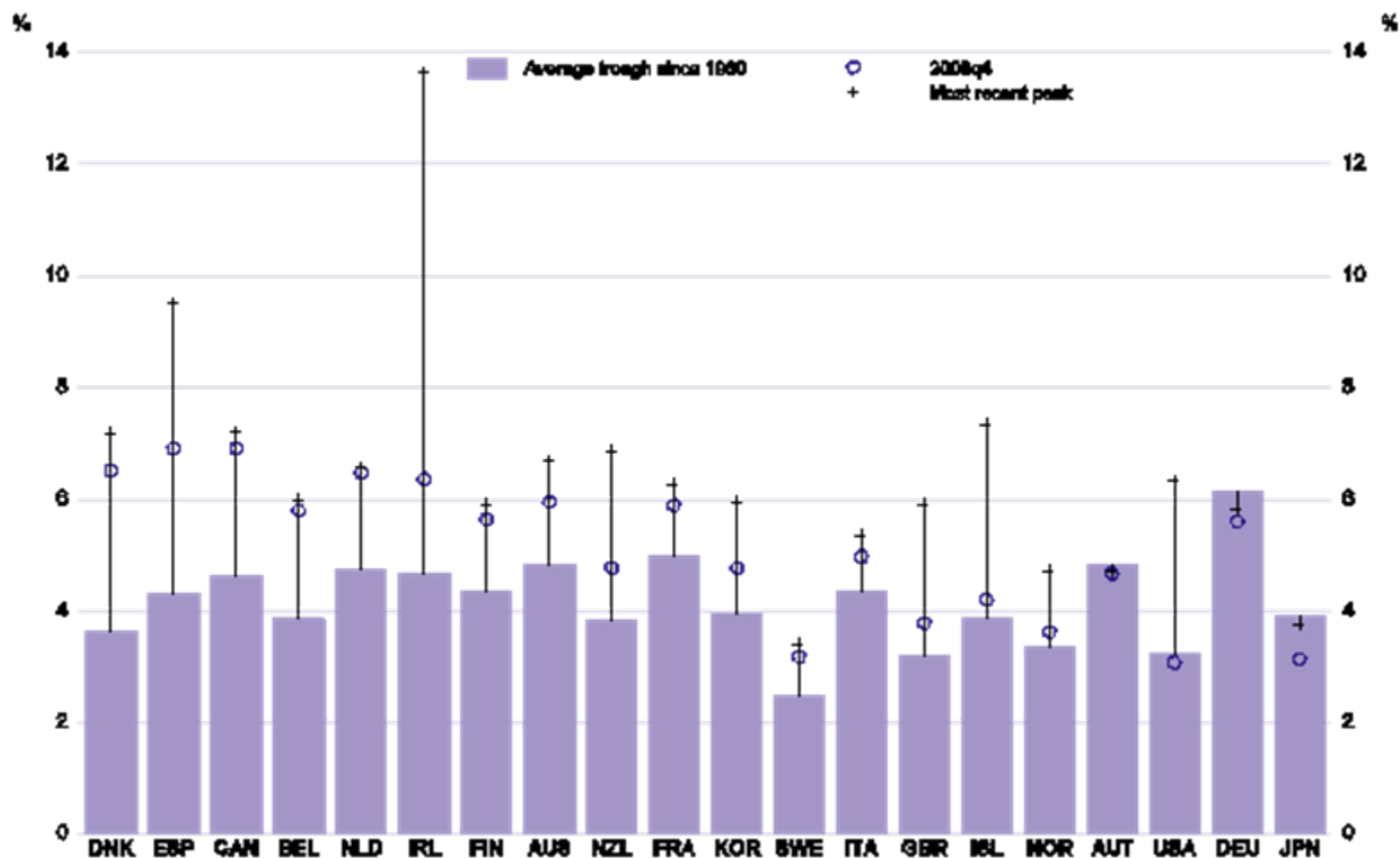
Todas las series son diferenciales *JPM EMBI Global Diversified*.  
Fuente: JP Morgan.

## **2. Otros factores globales que inciden en las perspectivas económicas**

## Otros factores globales

- **Desfavorable:** continúa el desplome en los mercados de la vivienda y la construcción residencial en varios países -- reversión de burbuja hipotecaria y de sobreconstrucción observadas previamente.
- **Favorable para países importadores (y para todos los consumidores):** aumentos de ingreso de los hogares por la caída masiva en precios de energía y de alimentos desde mediados de este año.

# Ajuste en inversión de vivienda puede ser aún mucho mayor



Nota: Inversión en vivienda como porcentaje del PIB.  
Fuente: OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.

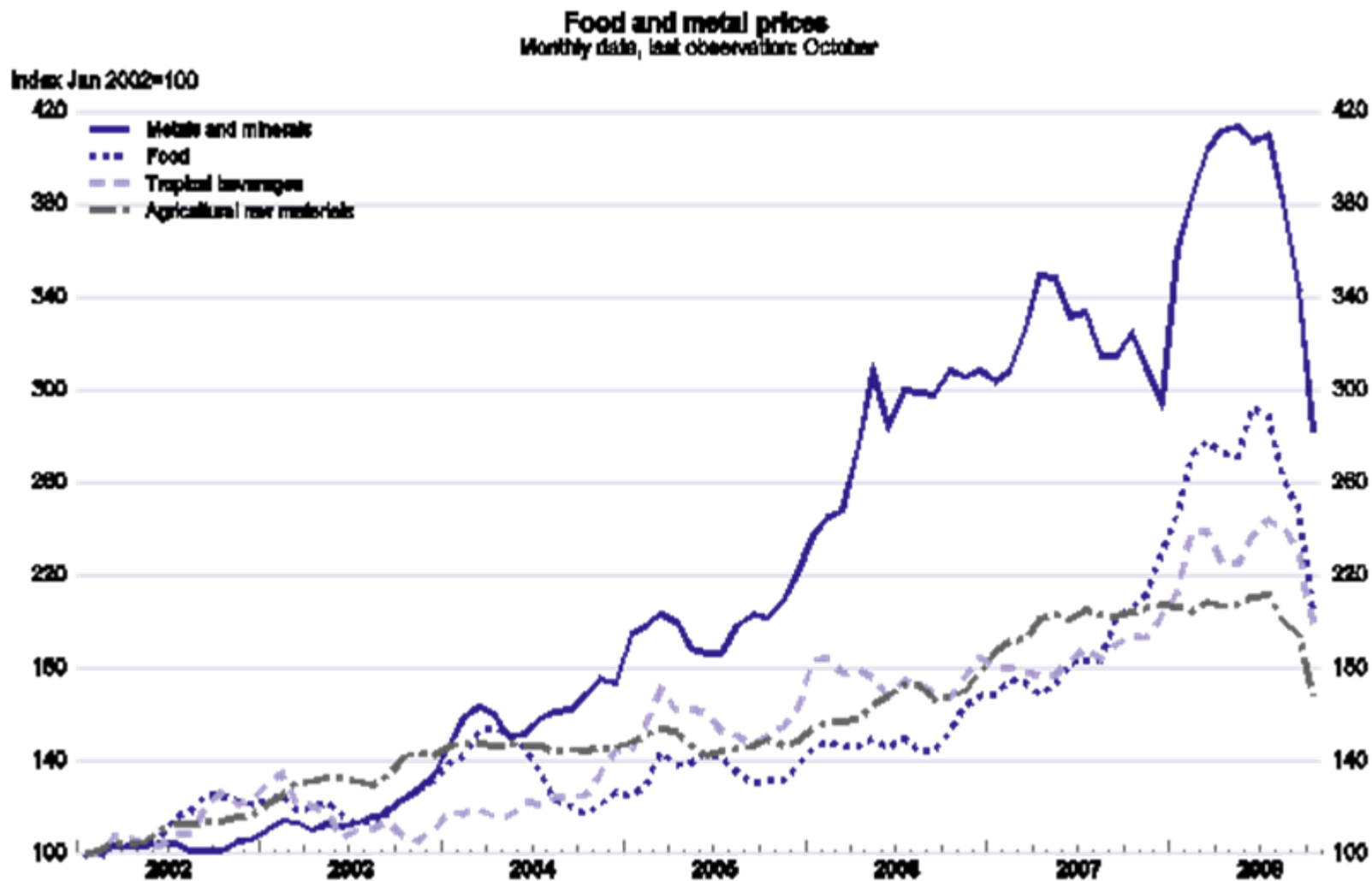
# Caída en el precio del petróleo



Fuente: Datastream; HWWII; FMI ; y OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.



# Caídas en precios de materias primas



Fuente: Datastream; HWWII; FMI; y OECD, Base de datos del Economic Outlook 84

# **3. Proyecciones de la OCDE 2009-2010**

## Resultados principales de las proyecciones

- El conjunto de los países de la OCDE ha entrado en recesión y lo estará por 4 trimestres consecutivos, desde mediados del 2008 hasta mediados del 2009.
- 21 de los 30 países de la OCDE sufrirán la recesión más severa desde inicios de los años 1980.
- La recuperación del crecimiento será lenta, debido a la crisis financiera
- El desempleo en los países de la OCDE aumentará en 8 millones hasta el 2010.
- La inflación descenderá. Algunos países enfrentarán riesgo de deflación.

# Supuestos claves utilizados en las proyecciones acerca de la crisis financiera mundial y las políticas macroeconómicas

1. Las tensiones extremas observadas en los mercados financieros observadas desde septiembre de 2008, caracterizados por muy elevados premios al riesgo y escasas transacciones y falta de liquidez en mercados del dinero y del crédito, se moderarán en el corto plazo. Pero seguirá un período de anormal incertidumbre financiera e iliquidez parcial, durante el cual las condiciones financieras seguirán afectando adversamente a la actividad económica. Suponemos que este período durará hasta fines del 2009.
2. Se adoptarán políticas monetarias más expansivas y se implementarán los paquetes fiscales expansivos ya anunciados (no se consideran medidas adicionales).

# Síntesis de las proyecciones:

## Indicadores para países y áreas claves de la OCDE (1)

		2008	2009	2010
		Per cent		
<b>Real GDP growth</b>				
	United States	1.4	-0.9	1.6
	Japan	0.5	-0.1	0.6
	Euro area	1.0	-0.6	1.2
	Total OECD	1.4	-0.4	1.5
<b>Inflation</b>				
	United States	3.6	1.2	1.3
	Japan	1.4	0.3	-0.1
	Euro area	3.4	1.4	1.3
	Total OECD	3.3	1.7	1.5
<b>Unemployment rate</b>				
	United States	5.7	7.3	7.5
	Japan	4.1	4.4	4.4
	Euro area	7.4	8.6	9.0

## Síntesis de las proyecciones: Indicadores para países y áreas claves de la OCDE (2)

		2008	2009	2010
		Per cent		
<b>World trade growth</b>		4.8	1.9	5.0
<b>Current account balance ( per cent of GDP)</b>				
	United States	-4.9	-3.9	-3.6
	Japan	3.8	4.3	3.9
	Euro area	-0.4	-0.1	0.0
	Total OECD	-1.5	-1.1	-1.1
<b>Fiscal balance (per cent of GDP)</b>				
	United States	-5.3	-6.7	-6.8
	Japan	-1.4	-3.3	-3.8
	Euro area	-1.4	-2.2	-2.5
	Total OECD	-2.5	-3.8	-4.1

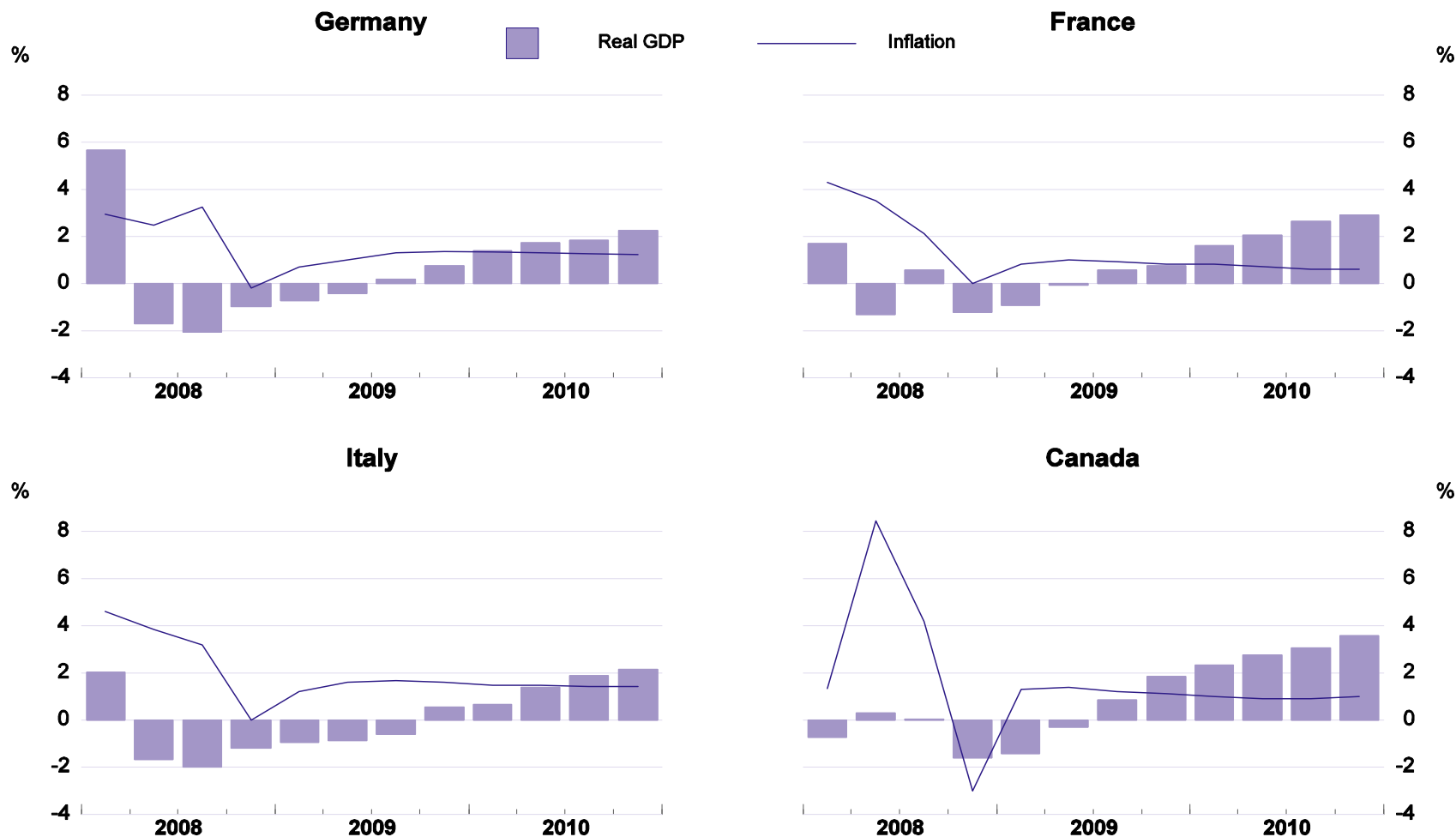
# Crecimiento e inflación (1)



Nota: La medida de inflación utilizada es el deflactor del consumo privado para los Estados Unidos, el índice de precios al consumidor para Japón e Inglaterra y el índice armonizado de precios al consumidor para la zona del euro.

Fuente: OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.

# Crecimiento e inflación (2)

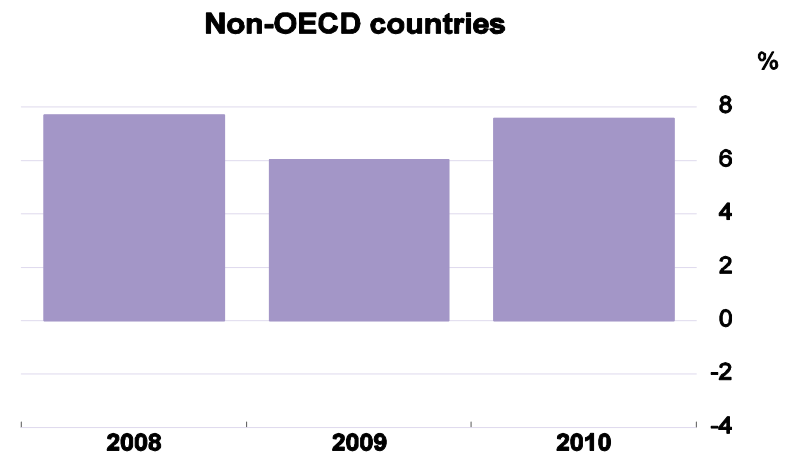
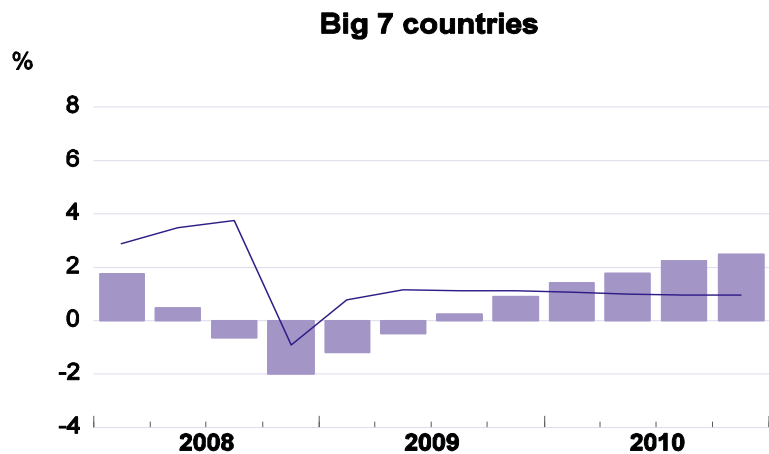
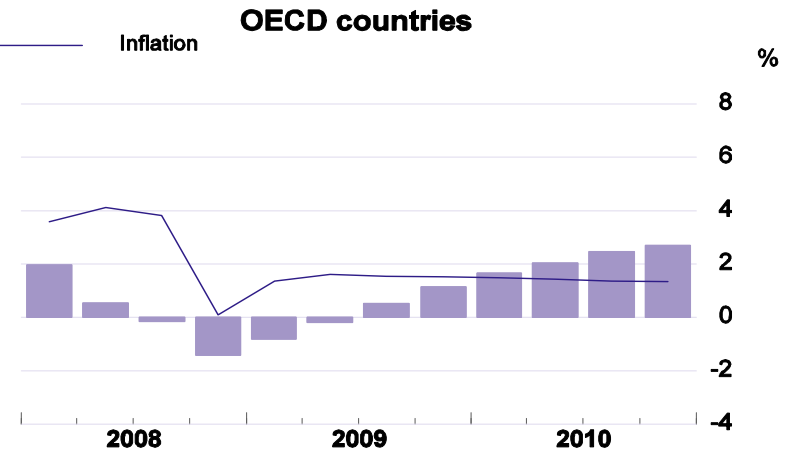
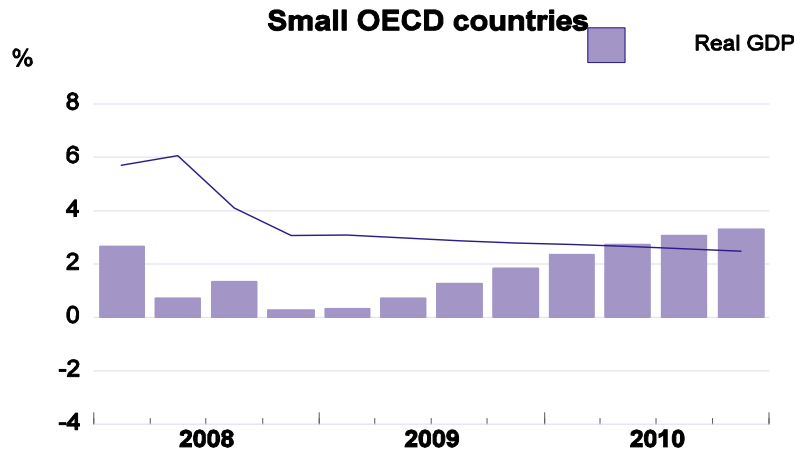


Nota: La medida de inflación utilizada es el índice armonizado de precios al consumidor para Alemania, Francia e Italia y el índice de precios al consumidor para Canadá (para el cual los datos no están ajustados por estacionalidad).

Fuente: OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.



# Crecimiento e inflación (3)



•Nota: La medida de inflación utilizada es el deflactor del consumo privado para los *Small OECD countries*, *OECD countries* y *Big 7 countries*.

Fuente: OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.

## Puntos claves para las principales economías

- **EEUU:** La actividad seguirá afectada por la crisis inmobiliaria, la crisis financiera particularmente aguda y las pérdidas masivas de riqueza accionaria e inmobiliaria de los hogares.
- **Zona euro:** También pesarán las condiciones financieras restrictivas y los efectos riqueza adversos. La recesión será particularmente pronunciada en Irlanda y España (muy afectados por la caída de la construcción residencial) así como en Alemania (afectada por la caída en sus exportaciones).
- La economía de **Japón** no está en el epicentro de la crisis financiera. Crecerá en la primera mitad del 2009, gracias a un importante estímulo fiscal.

## Puntos clave para las principales economías

- **Otras economías en la OCDE:** la recesión será severa en Hungría, Islandia, Turquía y el Reino Unido, por estar más expuestos a la crisis financiera y/o al brusco ajuste en sus mercados de vivienda.
- **Economías fuera de la OCDE:** se ven afectadas por las condiciones crediticias internacionales más restrictivas, la caída de los precios de materias primas y la caída en la demanda OCDE por sus exportaciones → intenso acople.
- **China** e **India**, aún así, podrán crecer más de 7 % en el 2009, mientras que **Brasil** lo hará al 3 % y **Rusia** al 2.3%. El crecimiento de los países no OECD sostendrá el comercio mundial.

# Proyecciones económicas para Chile

## Chile: Macroeconomic indicators

	2006	2007	2008	2009	2010
Real GDP growth	4.3	5.1	3.9	2.6	3.1
Inflation <sup>1)</sup>	3.4	4.4	8.0	5.6	3.8
Fiscal balance <sup>2)</sup>	7.7	8.8	7.0	1.5	1.6
Structural fiscal balance <sup>2)</sup>	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5
Current account balance <sup>2)</sup>	5.0	4.0	-1.6	-2.9	-2.6

1) La inflación se refiere al promedio del índice de precios al consumidor.

2) Como porcentaje del PIB.

Fuente: Fuentes nacionales y proyecciones de la OECD.

## Riesgos principales asociados a las proyecciones

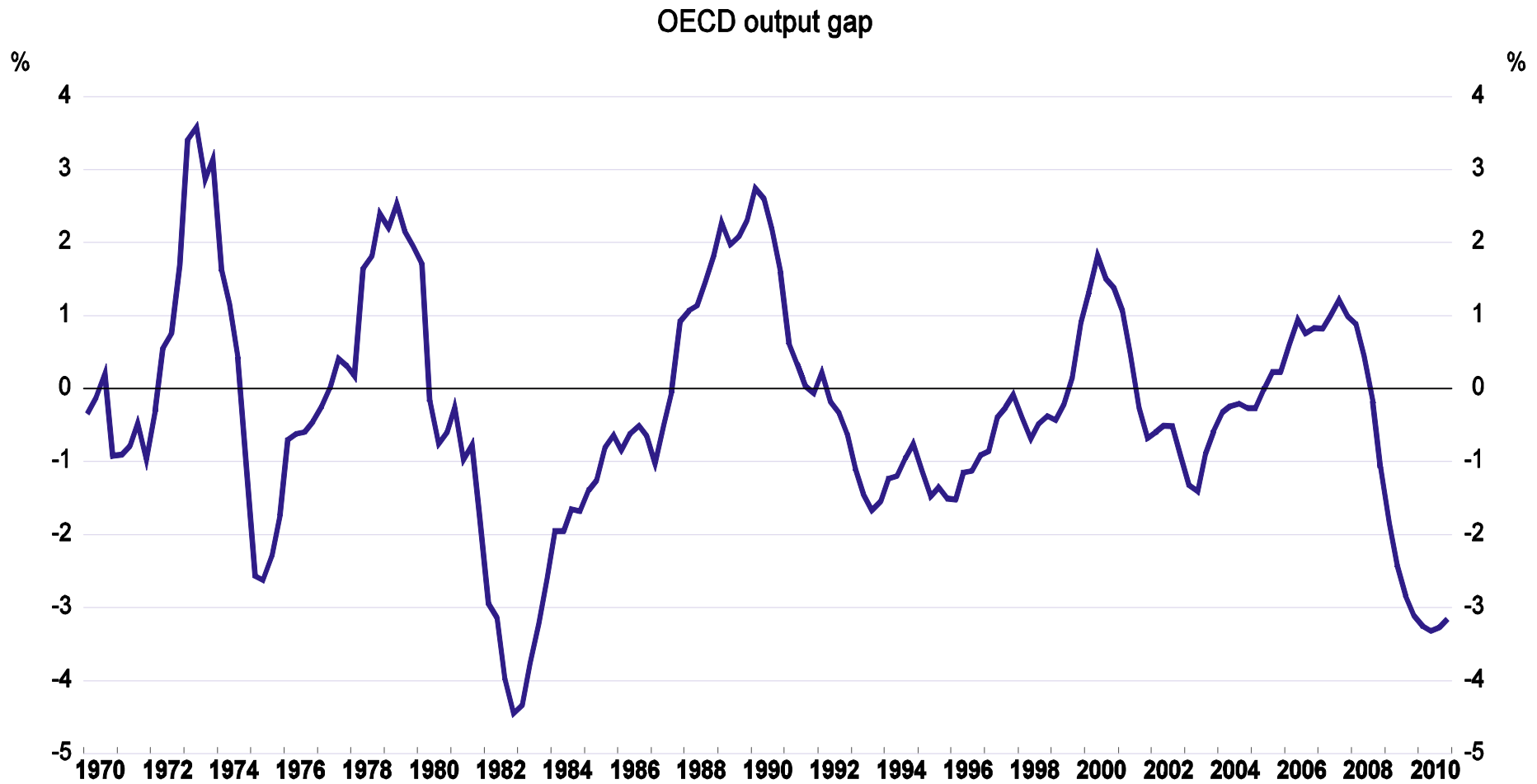
Los riesgos son fuertemente asimétricos, dominando casi sin contrapeso tres importantes riesgos a la baja en 2009:

1. La crisis financiera global podría extenderse por más tiempo y llevar a un derrumbe más intenso y extenso de mercados e instituciones financieras.
2. Las medidas de rescate financiero y las políticas macro expansivas de los países de la OECD podrían ser menos efectivas que lo asumido.
3. Las economías emergentes podrían verse afectadas más de lo previsto por la desaceleración del comercio internacional, la caída de precios de las materias primas y el deterioro en sus condiciones financieras externas.

# Comparación del escenario previsto con recesiones anteriores

- Ésta será la recesión más larga y profunda desde los años 1970 en Francia, Alemania, Italia y Estados Unidos.
- Para el área completa de la OCDE, proyectamos que la recesión será algo menos profunda pero más larga que la de inicios de los años 1980.

# La recesión más importante desde los años 1980



Nota: La brecha del producto (output gap) es la diferencia entre el producto observado y el producto potencial, en donde este último representa una estimación de lo que la economía podría producir a plena capacidad con una tasa de inflación estable.  
Fuente: OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.



## **4. Las respuestas a la crisis financiera y a la recesión**



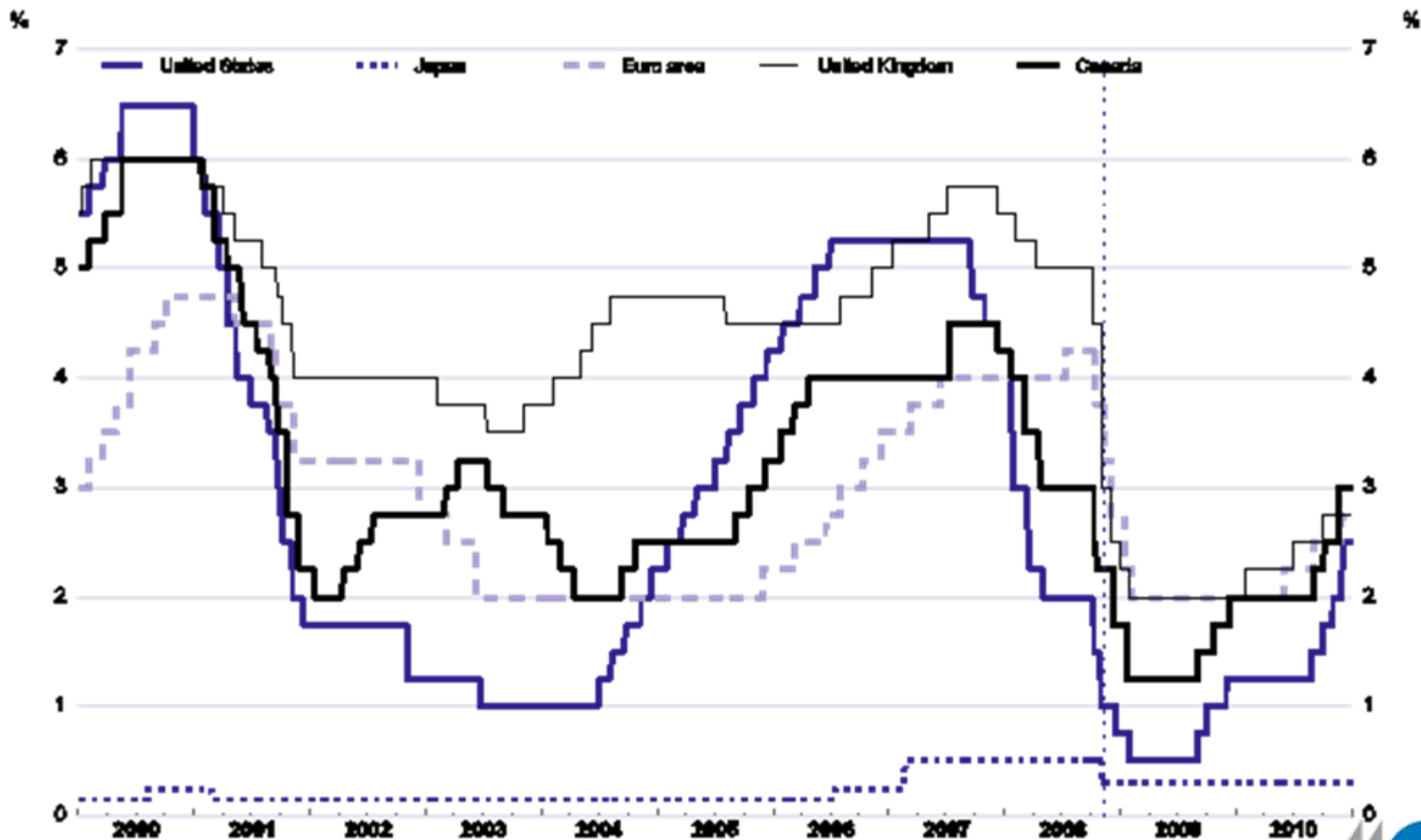
# Intervenciones de emergencia en mercados financieros

- Ausencia inicial de plan coherente de intervención y rescate de instituciones financieras
- Con la gravedad creciente de la crisis, se transitó desde medidas aisladas y nacionales a intervenciones sistémicas con creciente coordinación internacional
- Rango de medidas se amplió desde provisiones de liquidez y apoyo a instituciones individuales a la emisión de garantías explícitas otorgadas a los pasivos de todas las instituciones sistémicamente importantes
- La escala y los montos involucrados en las medidas de rescate no tienen precedentes históricos. Son de altísimos costos (brutos), crean riesgos de mediano plazo, pero constituyen “acciones de última instancia” que evitan que la crisis financiera global se profundice aún más y lleve a una Gran Recesión.

# Política monetaria

- La política monetaria ha jugado un rol principal, ajustándose a condiciones financieras y reales que han cambiado rápidamente, así como a las cambiantes presiones inflacionarias.
- Las condiciones actuales de estrés financiero extremo han disminuido el efecto de los recortes de tasas de interés (debilitamiento de mecanismos de transmisión monetaria).
- Las tasas de interés de referencia se han recortado. Relajamientos adicionales de política monetaria son necesarios en aquellos países y áreas más afectados por la recesión y donde todavía existe margen para hacerlo.

# Las tasas de interés de referencia se recortan



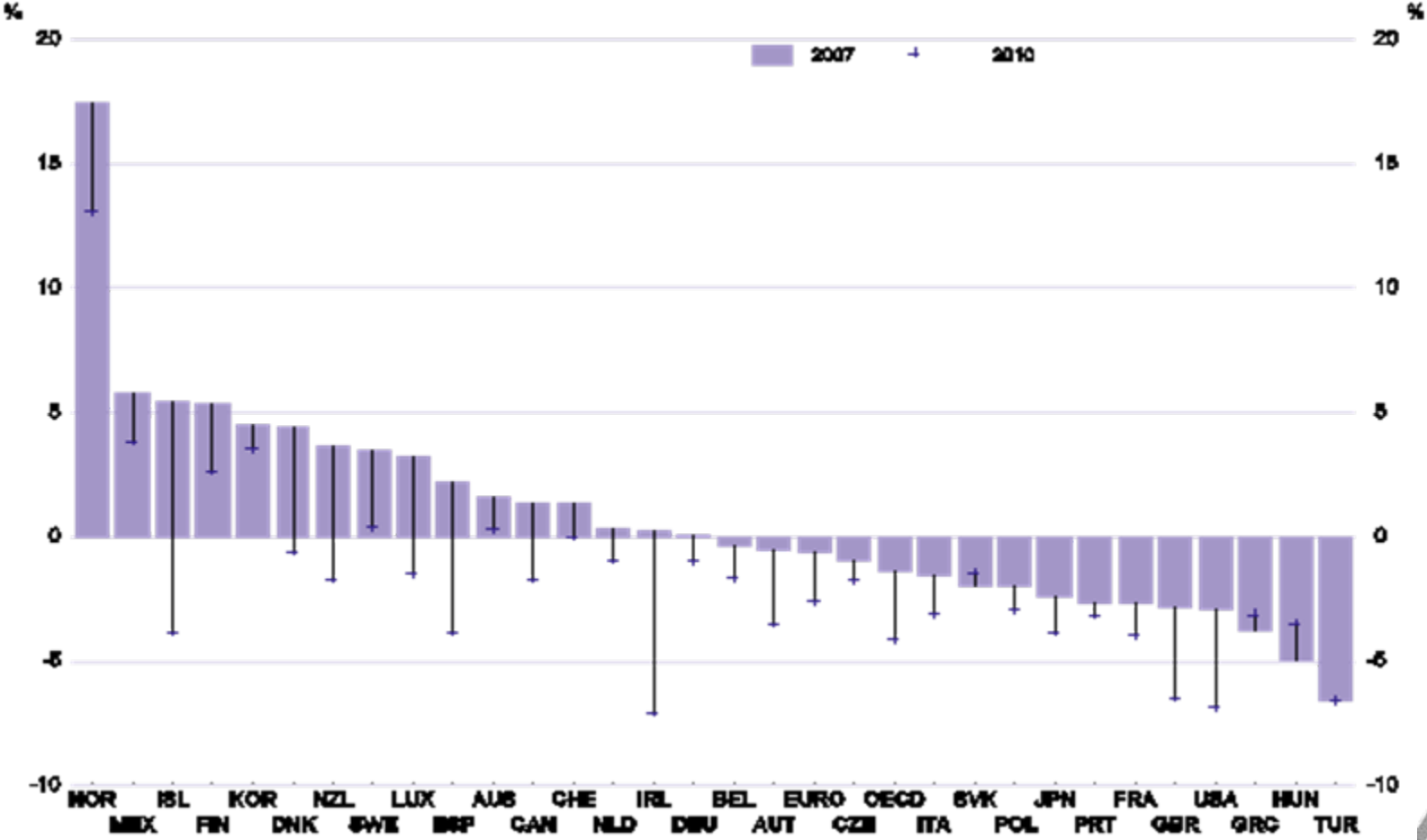
Nota: La línea punteada vertical separa las proyecciones de los datos históricos.

Fuente: Reserva Federal de los EU; Banco de Japón; Banco Central Europeo; Banco de Canadá; y OECD, Base de datos del Economic Outlook 84.

## Política fiscal

- La política fiscal expansiva, más allá de los estabilizadores automáticos, tiene un papel importante en la estabilización.
- Los paquetes fiscales han de ser evaluados caso por caso, siendo recomendables en aquellos países que tienen márgenes para aumentar su déficit.
- Las medidas presupuestarias deben ser oportunas, transitorias y bien focalizadas (t-t-t).
- En economías estrechamente vinculadas en términos financieros y comerciales, las medidas coordinadas serán más eficaces (p.ej., miembros de la Unión Europea).

# Los balances presupuestarios se deteriorarán significativamente en 2009 y 2010



Fuente: Base de datos del OECD Economic Outlook 84.



# 5. Estrategias para la salida de la crisis

## Estrategias para la salida de la crisis (1)

- Casi cada paquete fiscal adoptado pone en peligro la sustentabilidad fiscal de mediano plazo
- Casi cada medida de intervención tomada en los mercados financieros intensifica los incentivos de toma de riesgo (riesgo moral), sembrando la semilla del siguiente ciclo de boom y bust, aún más intenso que el actual.
- Por ello, cuando haya señales claras de recuperación, habrá que eliminar gradualmente las intervenciones de urgencia en los mercados financieros así como el estímulo macroeconómico.
- Urgen reformas profundas de la regulación y la supervisión de los mercados financieros internacionales. No más pero mucho mejor regulación, que corrija las fallas fundamentales de mercado y de regulación que esta crisis hizo evidente. Manteniendo la apertura e integración de los mercados internacionales de capitales. Regulación internacionalmente coordinada (G-20).

## Estrategias para la salida de la crisis (2)

- Al salir de la recesión, se requiere implementar correcciones profundas en las políticas fiscales de muchos países, a fin de asegurar la sustentabilidad fiscal
- En política monetaria, los bancos centrales deberán estar atentos al ritmo de la recuperación económica y al aumento de la inflación.
- Respecto de los marcos de las políticas fiscales y macro-prudenciales, se plantean reformas importantes que refuercen el carácter contracíclico de las políticas fiscales y eviten la prociclicidad de la regulación de capital y de provisiones de la banca.



# La crisis financiera mundial y las proyecciones económicas de la OCDE

Klaus Schmidt-Hebbel  
Economista Jefe, OCDE

Centro de Estudios Públicos  
Santiago (Chile), 1 diciembre 2008

