

## La Crisis Financiera, la Economía Mundial y la Economía Chilena

VITTORIO CORBO

- La crisis financiera continúa su desarrollo y sus efectos en la economía real son cada vez más aparentes.
- Gracias a los programas de apoyo los mercados monetarios mejoran en forma importante, pero los mercados de créditos continúan tensionados.
- Los efectos financieros y reales de la crisis son mucho mayores que lo inicialmente proyectado. En el cuarto trimestre del 2008 la economía mundial se habría contraído, con caídas del PIB en torno al 6% anualizado en EE.UU. y Japón.
- El contagio a países emergentes se intensifica. El Fondo Monetario Internacional ha estado muy activo apoyando a los países emergentes más afectados.
- Gracias al marco de política y a las condiciones iniciales los efectos en la economía chilena han sido acotados. Con el producto cayendo y las proyecciones de inflación a la baja, se intensifican las políticas contracíclicas para amortiguar los efectos en la economía real.
- Dada la magnitud del shock externo y considerando el efecto más probable de las políticas contracíclicas igual el crecimiento de este año se va a reducir en forma importante.
- La economía mundial debiera iniciar su recuperación avanzado el año apoyada por políticas monetarias y fiscales expansivas, nuevos programas de apoyo a la reconstrucción del sistema financiero que van a contribuir a una mejora gradual del mercado del crédito, el fin del ajuste del sector vivienda en los Estados Unidos, la mejora en el ingreso real de las familias resultante de la caída de precios de productos primarios y de la energía y la resiliencia de algunos países emergentes que tienen espacio para políticas contracíclicas.

Vittorio Corbo. Investigador Asociado Senior, Centro de Estudios Públicos.

## Introducción

La caída en los precios de las viviendas desató en Estados Unidos la peor crisis financiera mundial desde la Gran Depresión, con efectos negativos en el crecimiento de los países industriales que ahora se extienden a los países emergentes. En momentos de gran incertidumbre como los actuales vale la pena revisar dónde estamos en esta crisis y cuál es la evolución más probable de ésta. Primero, pareciera que lo peor de la crisis financiera ha pasado, gracias a las decididas acciones de los bancos centrales, especialmente de la FED, y a la intervención de los gobiernos que siguió al congelamiento de los mercados monetarios y de crédito que desató la quiebra de Lehman Brothers. Segundo, los efectos reales de la crisis son severos con un cuarto trimestre que mostrará la mayor caída en el PIB mundial desde la Gran Depresión. Tercero, los efectos de la crisis financiera y de la recesión de los países industriales están golpeando con fuerza a los países emergentes.

Con respecto de hacia dónde vamos, en el escenario más probable, el efecto contractivo del desapalancamiento de los bancos y de las familias, y la caída de riqueza bursátil e inmobiliaria van a continuar por algunos trimestres —a lo que se agregará con más fuerza el aumento en el desempleo— con efectos contractivos sobre el gasto privado. En paralelo, los bancos centrales y las autoridades fiscales van a continuar introduciendo iniciativas para mejorar el mercado del crédito y estimular la demanda agregada. De otra parte, la caída en los precios de los productos primarios, el eventual fin del ajuste del sector viviendas, la gradual recuperación del mercado del crédito y las políticas de estímulo macro van a impulsar la recuperación de la economía mundial. Pero esta recuperación será más lenta y más tardía de lo que se proyectaba hace un par de meses.

## La Crisis Financiera Internacional y sus Efectos

La crisis financiera que se desató a partir de la corrección del precio de las viviendas y la crisis subprime resultante tuvo sus momentos más críticos en los meses de septiembre y octubre pasado, cuando la caída del banco de inversión Lehman Brothers prácticamente paralizó el mercado monetario y de crédito desde mediados de septiembre a mediados de octubre pasado. Después de mucha indecisión inicial, gracias a las agresivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales, especialmente de la FED y las iniciativas de capitalización de la banca y de otorgamiento de seguros estatales de activos y pasivos bancarios, los mercados financieros comenzaron a mostrar cierta estabilización. Sin embargo, aunque los mercados monetarios se han recuperando paulatinamente, los mercados de crédito continúan muy tensionados, afectados por una serie de shocks que han minado la confianza en la solvencia de las contrapartes, como también por las pérdidas incurridas por la banca y la incertidumbre sobre el monto de las potenciales pérdidas futuras. Como resultado, el proceso de desapalancamiento continúa y los spreads de crédito, aunque se han reducido, continúan altos con efectos negativos en la actividad económica. De hecho, en EE.UU. el crédito al sector privado como porcentaje del PIB ha caído 13 puntos porcentuales en el último año.

Como respuesta, ahora que la tasa de política monetaria se acerca a cero y que la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años está en torno al 2,5% nominal anual, la FED se mueve hacia una política monetaria no convencional intentando reducir los spreads de crédito a través de la compra de deuda de las agencias, y la compra de bonos respaldados por créditos de consumo y por hipotecas. Pero esto no es todo, la FED anuncia que está dispuesta también a comprar directamente bonos del Tesoro

y otro tipo de activos por definir. Estas iniciativas debieran contribuir a fortalecer la recuperación de los mercados monetarios y a una mejora gradual en el funcionamiento de los mercados de crédito.

Pero ahora el crecimiento mundial cae pronunciadamente, con los principales países industriales ya en recesión y los países emergentes con importantes caídas en sus tasas de crecimiento. Esta desaceleración comenzó con los efectos sobre el consumo y la producción de los acentuados aumentos en los precios de productos básicos, que llegaron a su máximo histórico o al máximo de muchos años en Julio pasado, y con la pronunciada pérdida de riqueza bursátil e inmobiliaria. En los últimos meses la desaceleración se profundizó con los efectos de la restricción crediticia, la que se agudizó en Septiembre/Octubre pasado. De hecho, el PIB de EE.UU. y de Japón habría caído a tasas anualizadas sobre el 6% en el cuarto trimestre y el de la Zona Euro en torno al 4%.

La aguda desaceleración de la economía mundial, con un cuarto trimestre en que la economía mundial va a mostrar la mayor caída de PIB desde la Segunda Guerra Mundial, impacta a un sector financiero ya débil lo que amenaza con un mayor deterioro del sector, una intensificación del proceso de desapalancamiento de la banca, una intensificación de la restricción crediticia y, en último término, una desaceleración más profunda y más prolongada de la economía mundial.

### **Perspectivas de la Economía Mundial**

Una serie de factores van a contribuir a prolongar la debilidad de los principales países industriales y de la economía mundial por gran parte del año 2009. Primero, la continuación del proceso de desapalancamiento de la banca, frente a las cuantiosas pérdidas y al aumento en la aversión al riesgo, van

a mantener condiciones financieras estrechas. Segundo, el deterioro del mercado laboral, la pérdida de riqueza, la mayor incertidumbre sobre el futuro y la deteriorada confianza de los consumidores van a continuar teniendo efectos negativos sobre el consumo privado. Tercero, la baja confianza de los empresarios, las difíciles condiciones crediticias y la mayor incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica van a continuar afectando negativamente a la inversión privada. Cuarto, en una serie de países la continuación del ajuste del sector vivienda e inmobiliario van a continuar afectando la inversión en construcción.

Como contrapartida, la inflación de los países industriales está cayendo con más fuerza de lo proyectado, afectada por la caída en el precio de los alimentos y de la energía y las mayores holguras de capacidad. Anticipando tasas de inflación por debajo de su meta para los próximos dos a tres años y frente a la delicada situación de sus sistemas financieros que comprometen la estabilidad financiera, los bancos centrales de los países industriales reducen en forma agresiva sus tasas de política monetaria. Estados Unidos y Japón ya tienen tasas de política que bordean cero y los mercados financieros anticipan nuevos recortes de tasas en la Zona Euro, cuya tasa ya está en 2,5%, y en el Reino Unido que redujo la semana pasada la tasa al 1,5%.

Con la recesión de los países industriales profundizándose y amenazando con transformarse en la peor recesión mundial en el período de post guerra, los países industriales aceleran la preparación de programas fiscales sustantivos para contener la contracción y alimentar una recuperación. La capacidad para utilizar políticas fiscales contracíclicas está afectada por la solidez de la situación fiscal, de otra forma los efectos de la expansión fiscal pueden verse contrarrestados por un aumento del spread sobre la deuda pública y mayores tasas de interés. Es por eso que también es necesario conti-

**Cuadro 1**  
Proyecciones de Crecimiento Mundial  
(variación anual, %)

	2007	2008			2009		
		FMI	CF	JPM	FMI	CF	JPM
Estados Unidos	2.0	1.4 (1.6)	1.2	1.1	-0.7 (0.1)	-1.3	-1.6
Zona Euro	2.6	1.2 (1.3)	1.0	0.8	-0.5 (0.2)	-0.9	-1.9
Japón	2.4	0.5 (0.7)	0.4	-0.2	-0.2 (0.5)	-0.9	-3.8
Asia Emergente	10.0	8.3 (8.4)	7.4	7.1	7.1 (7.7)	5.9	5.7
China	11.9	9.7	9.3	9.2	8.5 (9.3)	7.8	7.8
India	9.3	7.8 (7.9)	6.9	6.2	6.3 (6.9)	6.3	5.5
América Latina	5.5	4.5 (4.6)	4.3	4.1	2.5 (3.2)	1.4	0.7
Mundo (PPC)	5.0	3.7 (3.9)	3.7	3.7	2.2 (3.0)	2.2	1.2
Mundo (TCM)	3.9	2.6 (2.7)	2.6	1.8	1.1 (1.9)	0.3	-1.0

*Fuente:* Consensus Forecasts, Dic. 2008, Asia Pacific Consensus Forecasts, Dic. 2008, Latin America Consensus Forecasts, Dic. 2008. WEO, FMI Nov. 6, 2008 (Oct, 2008 en paréntesis), JPMorgan Enero 9, 2009.

nuar trabajando en iniciativas que permitan avanzar en la reconstrucción de la confianza en el sistema financiero lo que va a requerir continuar con las capitalizaciones, las compras de carteras, la reprogramación de créditos, y los seguros temporales de activos y pasivos bancarios.

Con todo, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para el año 2009 se han continuado revisando a la baja, especialmente para los países industriales. Ahora se proyecta que el 2009 Estados Unidos, la Zona Euro y Japón tendrán caídas del PIB del 1% o más. Además, a pesar de las revisiones a la baja, el sesgo de estas proyecciones continúa siendo a la baja. (Cuadro 1.)

La recuperación de la economía mundial, lo más probable que avanzado el 2009 o a comienzos del 2010, se va a beneficiar de una serie de fuerzas: políticas monetarias y fiscales expansivas, el progreso gradual de ajuste del mercado del crédito,

el fin del ajuste del sector vivienda en los EE.UU., la mejora en el ingreso real disponible de las familias asociada a la caída de precios de productos primarios y de la energía y la resiliencia de algunos países emergentes, especialmente China y la India.

Sin embargo, a pesar de las continuas revisiones a la baja de las proyecciones en los últimos meses, hay una gran incertidumbre sobre el curso de la economía mundial y, los riesgos del crecimiento siguen sesgados a la baja. Los principales riesgos son: (1) que el proceso de desapalancamiento de la banca sea más duradero y más profundo que lo considerado en las proyecciones; (2) que el monto de caída adicional en el precio de las viviendas sea mayor al considerado; (3) que la políticas expansivas, monetarias y fiscales, terminen teniendo efectos menores que lo supuesto en las proyecciones, (4) que China sea incapaz de evitar una caída pronunciada en su crecimiento.

## Contagio comienza a impactar con más fuerza a los países emergentes

El deterioro de las condiciones financieras internacionales y de la economía mundial y la mayor aversión al riesgo están impactando a los países emergentes y en desarrollo a través de la caída de precios de productos primarios, salida de capitales, depreciación de sus monedas, mayores spreads de su deuda pública y corporativa, una caída en los precios de las acciones y una menor disponibilidad y un mayor costo tanto de los créditos de comercio exterior como de las líneas de crédito de la banca internacional.

Aunque los efectos se hacen sentir en todo el mundo emergente y en desarrollo, éstos son más pronunciados en los países con fundamentos más débiles o que son importantes exportadores de productos primarios. Países con fundamentos débiles son aquellos que tienen altos déficits en cuenta corriente, una situación fiscal precaria, tipos de cambio fijo, atraso cambiario, importantes vencimientos de su deuda externa en los próximos 12 meses, una baja relación de reservas internacionales a PIB o a pasivos externos de corto plazo. Entre los países emergentes los más afectados han sido los bálticos, algunos países de Europa Central y del Este y en América Latina, Argentina, Ecuador y Venezuela.

China, el principal país emergente por su participación en el PIB mundial, ya estaba desacelerándose antes de la agudización de la crisis, como resultado de políticas macroeconómicas más restrictivas, y ahora sufre los efectos de la caída del PIB en los principales países industriales. El crecimiento de la producción industrial cae, al igual que sus exportaciones y la inversión extranjera directa, y aumenta el desempleo. Sus autoridades muestran gran preocupación por la desaceleración del crecimiento y reaccionan con bajas más agresivas de tasas de interés y anuncian un masivo programa

fiscal. Sin embargo, un análisis más cuidadoso del paquete fiscal muestra que su dimensión real es mucho menor a la anunciada. Esto es lamentable porque China tiene todas las condiciones para utilizar en forma exitosa políticas macroeconómicas contracíclicas. La inflación, el gran problema de comienzos de año, ha caído fuertemente con la caída de precios de productos primarios, especialmente el petróleo, y las mayores holguras de capacidad. Tiene superávits fiscales y de cuenta corriente y cerca de dos trillones (americanos) de dólares de reservas internacionales. La contrapartida de los superávits en cuenta corriente es una altísima tasa de ahorro (25% la tasa de ahorro personal y en torno al 50% la tasa de ahorro nacional). De hecho, la razón de consumo privado a producto de China es del 0,34, muy por debajo del 0,71 de los EE.UU. y del 0,68 de Chile. Las políticas expansivas en China tienen que concentrarse en fomentar la expansión del consumo privado lo que va a requerir avances en la creación de una red de protección social, especialmente en salud, para de esta forma lograr una reducción del ahorro de precaución de las personas.

Pero dado los rezagos normales en la implementación y la transmisión de políticas expansivas a la actividad agregada, y la pronunciada desaceleración de la economía mundial, le va a ser muy difícil a China evitar una fuerte caída en su crecimiento en los próximos dos o tres trimestres. El resto de los BRICs tiene más problemas. Aunque Brasil mantiene un alto dinamismo empujado por el gasto interno, está sufriendo con más fuerza los efectos de la crisis financiera internacional en sus mercados de crédito y accionarios, además de que tiene importantes renovaciones de deuda externa en los próximos 12 meses. Rusia sufre los efectos de la caída de precios de productos primarios, especialmente el petróleo y el gas natural, y al mismo tiempo tiene a un sector financiero muy débil, lo que ha contribuido a una mayor estrechez crediticia, a una

**Cuadro 2**

Proyecciones de Crecimiento en A. Latina  
(variación anual, %)

	2007	2008			2009		
		CF	EIU	JPM	CF	EIU	JPM
México	3.2	1.7	1.8	1.5	-0.1	-0.2	-0.6
Brasil	5.4	5.5	5.3	5.7	2.1	2.4	1.5
Argentina	8.7	6.3	6.2	6.5	0.8	-0.8	-1.0
Venezuela	8.4	5.2	4.2	5.0	0.6	-3.0	1.5
Chile	5.1	4.0	3.9	3.7	1.9	1.0	1.0
Colombia	7.7	3.5	2.9	3.2	2.7	1.8	2.5
Perú	9.0	9.2	9.1	9.5	5.3	4.6	5.3
América Latina	5.5	4.4	4.0	4.1	1.4	1.3	0.7

Fuente: Latin American Consensus Forecasts, Dic. 2008; EIU, Economist Intelligence Unit, Dic. 2008, Dic.; JPMorgan, Enero 9, 2009.

salida importante de capitales y a una fuerte presión sobre su moneda. Rusia también tiene que renovar créditos del orden de 120 billones de dólares en los próximos 12 meses. India está bastante limitado en el uso de una política fiscal contracíclica por su alto déficit fiscal (sobre el 8% del PIB) pero ha estado bajando en forma agresiva la tasa de interés de política monetaria.

América Latina también está sufriendo los efectos de la crisis financiera y de la pronunciada desaceleración de la economía mundial. Aunque la región está mejor preparada que en situaciones anteriores para enfrentar shocks –como para la recesión mundial de 1982 y la crisis asiática de 1997– no es inmune a una crisis global como la que estamos experimentando. En particular, comparado con comienzos de los '80s, la región tiene hoy sistemas cambiarios más flexibles; política monetaria dirigida por bancos centrales más autónomos que han sido exitosos en alcanzar inflaciones más bajas; situaciones fiscales y de cuenta corriente más robustas; sectores financieros mejor regulados y más capitalizados; menor dependencia de deuda en dólares; mercados de capitales internos más

desarrollados; y mayores niveles de reservas internacionales.

Pero también tienen aún importantes debilidades que van dificultar el ajuste. En particular, con la excepción de Chile, las mejoras de las cuentas fiscales son principalmente por el ciclo expansivo recién pasado, los mercados laborales siguen siendo muy rígidos, los procedimientos de quiebra son lentos y costosos y, con la excepción de México, las exportaciones siguen muy concentradas en productos primarios.

Los países más afectados de la región son aquellos que mantienen importantes vínculos comerciales con Estados Unidos (exportaciones, remesas de trabajadores y flujos de capitales), los que son grandes exportadores de productos primarios, y los que tienen una reducida capacidad de ajuste y de uso de políticas contracíclicas.

Para facilitar el ajuste de los países emergentes el FMI ha aprobado una serie de programas de apoyo para los países más afectados y la FED introdujo *swaps* de monedas con los Bancos Centrales de Brasil, Corea del Sur, México y Singapur. (Cuadro 2.)

**Cuadro 3**  
Chile: Variables Macroeconómicas

	2007	2008				2009			
		BC	CF	EIU	EEE	BC	CF	EIU	EEE
PIB	5,1	4,0-4,5	4,0 (3,8-4,3)	3,9	-	2,0-3,0	1,9 (0,9-3,1)	1,0	1,5 (0,5-2,0)
Con. Privado	7,7	nd	5,3	5,0	-	nd	2,1		-
FBKF	11,9	nd	19	21,5	-	nd	-1,7	-5,5	-
Bce. Sector Púb.	8,7	nd	6,3	5,9	-	-	0	-0,4	-
Tipo Cambio (fp)	495,8	-	652,1	667,6	633,0* (609-660)	-	640,2	692,2	635 (589- 680)
Inflación (dic-dic)	7,8	8,5	8,1 (7,4-8,9)	9,0		4,0	4,0 (2,8-5,0)	3,7	3,5 (2,8-4,5)

\* Se refiere a fin de Marzo de año siguiente.

Fuente: CF: Latin American Consensus Forecasts (Dic., 2008) rango en paréntesis; Banco Central de Chile (Nov., 2008); EEE: Encuesta de Expectativas Económicas BCCH (Enero 2009); deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit, Dic., 2008.

### Perspectivas de la Economía Chilena

La crisis financiera internacional y la fuerte caída en el crecimiento mundial encontraron a una economía chilena con sólidos fundamentos. Destacan, en particular, la forma en que se administró el boom de precios del cobre y el esquema de política monetaria de metas de inflación con tipo de cambio flexible. Como resultado de estas políticas, el boom de precios del cobre no generó las tradicionales burbujas inmobiliarias, descalces de monedas, apreciaciones reales excesivas o crecimiento desmesurado del crédito cuya corrección pudiese debilitar peligrosamente la solvencia del sistema financiero. Además, las empresas han construido sólidas posiciones financieras y tienen una baja exposición a riesgos cambiarios.

Como resultado, con la excepción de la depreciación del peso que es un mecanismo central del proceso de ajuste frente a la caída de términos de intercambio, los efectos de la crisis en Chile han sido reducidos. De otra parte, la inflación que había aumentado mucho el último año, por efectos del

alza pronunciada en los precios de alimentos, combustibles y energía, está cediendo por los efectos rezagados de las mayores tasas de interés, la caída en los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, y las mayores holguras de capacidad. Encuestas de expectativas de inflación y precios de activos financieros anticipan esta baja en la inflación. Dada la abrupta reducción que tuvo la inflación en diciembre y, más importante aún, la fuerte caída que tendría la inflación en el segundo semestre del 2009, lo más probable es que el Banco Central va a bajar en forma importante la tasa durante el año 2009.

El crecimiento comienza a caer con fuerza ahora como resultado de la fuerte contracción de la economía mundial, de las condiciones financieras menos favorables y del deterioro en las expectativas. De hecho, comparando el trimestre móvil terminado en Noviembre con el trimestre móvil terminado en Agosto, el producto ajustado por estacionalidad y días trabajados se contrajo a una tasa anualizada del 3,5%. Para amortiguar la desaceleración del crecimiento el gobierno anuncia un paquete fiscal



que incluye un componente de mayor gasto en infraestructura y transferencias de alrededor de 1.500 millones de dólares y un componente de baja transitoria de impuestos por otros 1.500 millones de dólares. El paquete incluye también recursos para capitalizar CODELCO, y para algunos programas de crédito. En paralelo, el Banco Central anticipa menores tasas de inflación hacia delante y reduce la tasa de política en 100 puntos bases y anuncia que, en el escenario más probable, seguirá reduciendo la tasa.

Las distintas proyecciones privadas de crecimiento para el año 2008 se han estabilizado algo por debajo del 4,0% y para el 2009 se proyectaba,

antes del nuevo paquete fiscal, un crecimiento entre el 1 y el 2,0%. Estas proyecciones se han estado revisando considerando tanto los efectos de la profundización de la contracción de la economía mundial como los del programa de estímulo fiscal y los de una baja más agresiva de tasas de interés, por parte del Banco Central, que las consideradas en proyecciones anteriores. Con todo, condicional a la información que conocemos hoy, el crecimiento del año 2009 debiera estar bajo el 2% y con un sesgo a la baja. En paralelo, la inflación dic.-dic., que hasta hace poco se proyectaba en torno al 4%, debiera ser ahora algo más baja.