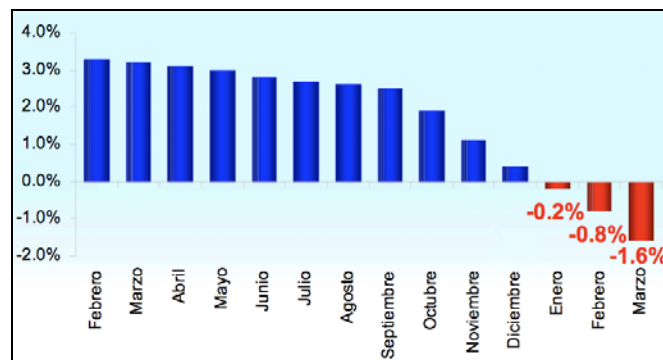


## El impacto de la crisis internacional en Chile

Manuel R. Agosin  
Profesor, Departamento de Economía, Universidad de Chile.  
Mayo de 2009

La economía mundial enfrenta tiempos difíciles, la crisis financiera internacional se ha profundizado y las perspectivas de crecimiento se deterioran. Por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial la economía mundial se contraerá, estimándose un descenso en el comercio internacional cercano al 9%<sup>1</sup>. El precio de los commodities se ha desplomado y las condiciones crediticias son más estrechas generando una severa disminución en las perspectivas de crecimiento para los países emergentes.

Perspectivas de Crecimiento Mundial (2008-2009)



Fuente: Ministerio de Hacienda, Consensus Forecast.

Debido a este escenario global la economía chilena enfrenta un shock de magnitudes excepcionales que inevitablemente nos afectará, reduciendo la demanda por nuestras exportaciones y dificultando el acceso al financiamiento para nuestras empresas.

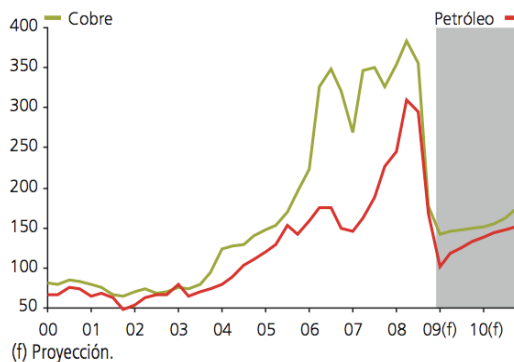
<sup>1</sup> Estimaciones de la OMC. "El Comercio Mundial en 2008 y Perspectivas para 2009", Ginebra.

### Hechos Principales

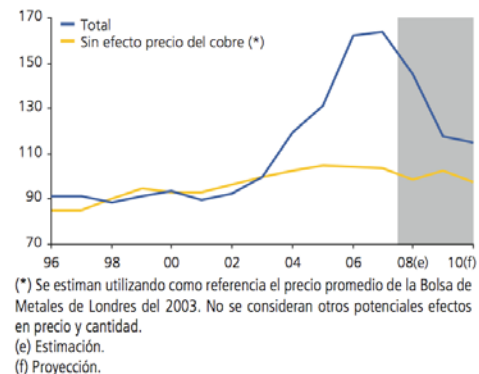
El precio del cobre ha caído abruptamente con consecuencias importantes sobre el valor de las exportaciones y la cuenta corriente. Debido a la importancia de este producto se prevé que el valor exportado durante el 2009 será la mitad del registrado durante el 2008, aunque el efecto sobre la cuenta corriente es menor ya que los flujos de capitales hacia el exterior también serán menores. Es importante anotar en este contexto que, durante los últimos tres años, el Ministerio de Hacienda ha estado depositando en el exterior (en un fondo soberano) una buena parte del ahorro público que se genera por el hecho de que el balance fiscal es mucho más superavitario que el que se hubiese producido con un precio del cobre a su media de largo plazo y con un crecimiento económico en línea con la tasa de crecimiento potencial.<sup>2</sup>

El nuevo escenario que enfrenta la economía chilena hará disminuir el ingreso nacional, pero con efectos mucho más acotados debido a la política anticíclica que es posible porque se cuenta con un fondo soberano y una regla de balance estructural para determinar los gastos públicos. Sin salirse de su meta de mantener cuentas fiscales equilibradas a lo largo del ciclo, Hacienda puede entrar a gastar bastante más de lo que le permitirían los ingresos tributarios durante el año en curso. Por otro lado, las caídas generalizadas en los precios de commodities importados han permitido aliviar las presiones de costos, cambiando el panorama inflacionario que se observaba en los últimos meses, principalmente por el menor precio del petróleo y de los alimentos.

Precio del petróleo y del cobre  
(centavos de dólar la libra BML; dólares por barril WTI)



Términos de intercambio  
(Índice 2003=100)



Fuente: Banco Central.

La caída violenta de los términos del intercambio, a causa principalmente de las caídas en el precio del cobre, aunque moderada por las acontecidas con el precio del petróleo, conllevará un deterioro de la cuenta corriente y su tránsito a un déficit de US\$4.500 millones para 2009, equivalente a -2,6% del PIB. Para 2010 se prevé un déficit mayor cercano a 4,6% del PIB, debido a la caída en el valor exportado, un menor ahorro fiscal y una contracción de la demanda externa.

<sup>2</sup> El Ministerio de Hacienda calcula todos los años un "balance estructural", que es el que se hubiese producido si el crecimiento económico estuviese alineado con el crecimiento potencial y el precio del cobre fuese el de equilibrio de largo plazo. Hasta mayo de 2008, el objetivo de Hacienda era determinar el nivel total del gasto de acuerdo con una regla de superávit estructural de 1% del PIB. Esa cifra se redujo a 0,5%; hacia fines de año, para combatir la crisis, el superávit fue reemplazado por una meta de balance estructural.



### Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008 (e)	2009 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,3	5,1	3,5	2,0 - 3,0
Ingreso nacional	6,7	7,8	3,9	0,0
Demanda interna	6,4	7,8	8,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,9	-4,5
Consumo total	6,4	7,4	5,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	1,8	2,1
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	13,4	-1,7
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-2,6	-4,6

(e) Estimación.  
(f) Proyección.

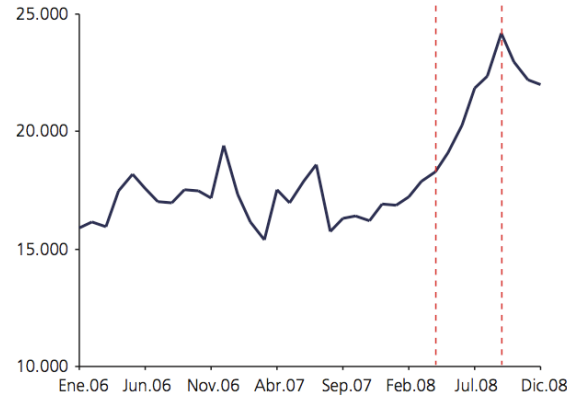
Fuente: Banco Central.

Previendo este escenario adverso, el Banco Central comenzó en abril del 2008 un plan de acumulación de reservas que buscaba mejorar la posición de liquidez de la economía chilena, llegando a acumular reservas adicionales por US\$5.750 millones.<sup>3</sup> Hacia fines de 2008 comenzaron a observarse los efectos de la crisis en el mercado financiero nacional y en septiembre el Banco Central dio por finalizado en forma anticipada su programa de acumulación de reservas. Al anunciarse, se había dado una fecha terminal para el programa a fines de diciembre y se esperaba acumular hasta US\$ 8 mil millones.

Motivado por las restricciones de liquidez local en dólares y la desaparición de muchas *líneas de crédito*, Hacienda comenzó a depositar recursos en dólares provenientes del fondo soberano en el sistema financiero local (por un monto de US\$1.050 millones), y el Banco Central comenzó a otorgar *liquidez* en pesos y en dólares a través de operaciones swap y repos a la banca. Además el fisco, a través del Banco Central, subastó US\$700 millones de depósitos en dólares en el sistema financiero nacional, a una tasa promedio de 3,39%.

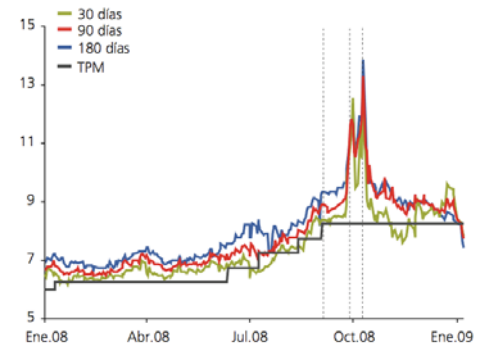
<sup>3</sup> Esa fue la explicación que dio el Banco para salirse del régimen de flotación limpia. Varios analistas, incluyendo el autor, creen que la verdadera razón era que la apreciación cambiaria real que había ocurrido en los cuatro años previos se había vuelto insostenible para el sector transable no cobre.

Reservas internacionales netas (\*)  
(millones de dólares)



(\*) Las líneas punteadas muestran el período del programa de acumulación de reservas del Banco Central.

Tasas de depósitos a plazo transados en bolsa (\*)  
(porcentaje)

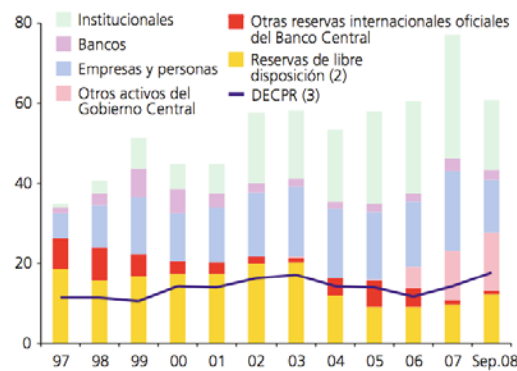


(\*) Líneas punteadas corresponden, en orden de temporalidad, al cierre estadístico del IPoM de septiembre (05/09/08), a la suspensión del programa de acumulación de reservas (29/09/08) y al anuncio de nuevas medidas de provisión de liquidez (10/10/08).

Fuente: Banco Central.

Gracias a estas medidas el mercado financiero nacional se liberó de las tensiones existentes en septiembre de 2008 e incluso se ha observado que no toda la oferta de swaps entregada por el Banco Central ha sido demandada. A pesar de esto se anunció que estas operaciones se mantendrán por todo el año 2009. El saldo de las reservas internacionales del Banco Central al 31 de marzo de 2009 se situaba en torno a los US\$23.400 millones (aproximadamente 15% del PIB), refrendando la percepción del mercado que el Gobierno se encuentra en una posición favorable para hacer frente a la incertidumbre financiera internacional.

Disponibilidad de liquidez financiera externa  
(porcentaje del PIB) (1)

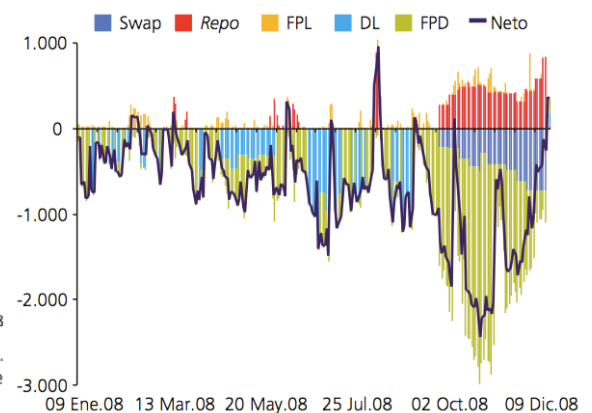


(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base septiembre 2008=100). Liquidez externa incluye préstamos de corto plazo, moneda y depósitos, e inversión de cartera. No incluye posiciones en instrumentos derivados.  
(2) Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera.  
(3) Deuda externa de corto plazo residual.

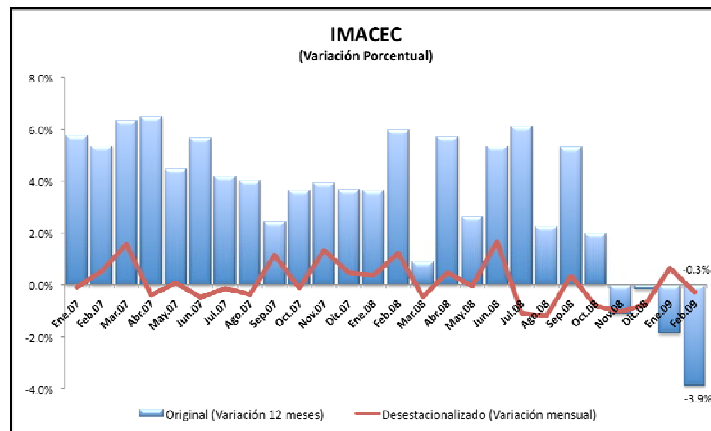
Fuente: Banco Central.

El comportamiento del *Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC)* ha evidenciado los efectos del shock externo, mostrando cifras de crecimiento negativo desde noviembre del 2008, incluyendo una caída de 3,9% en febrero de 2009 (tasa anualizada). Por otra parte, la serie desestacionalizada muestra que la desaceleración observada a fines del 2008 no se ha profundizado en los últimos meses, presentando una variación positiva durante enero y

Operaciones monetarias del Banco Central  
(stock en miles de millones de pesos)

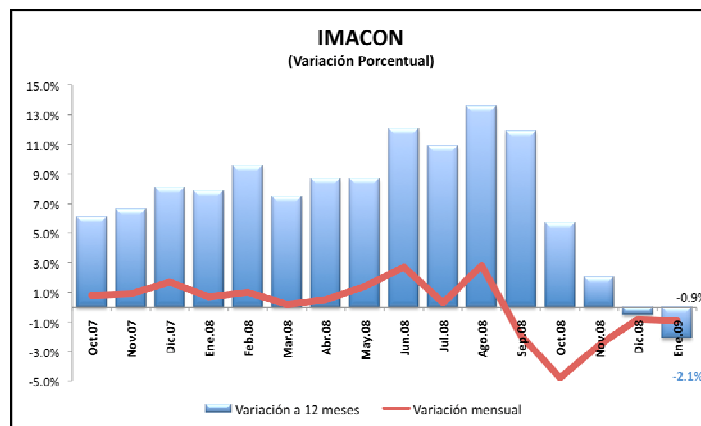


levemente negativa durante febrero. Para el sector exportador se espera una fuerte desaceleración de la demanda externa, con caídas en las exportaciones cercanas al 44% a febrero de 2009, aunque el efecto será menor debido a los menores costos de los insumos y un tipo de cambio real favorable.



Fuente: Datos del Banco Central.

A su vez, se espera que los sectores que producen bienes de consumo durable o que pertenecen al sector inmobiliario sufran una fuerte desaceleración debido a la alta sensibilidad que exhiben al ciclo económico. Si observamos el *Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON)* vemos una disminución en el crecimiento mensual a partir de agosto de 2008, que lleva a tasas de crecimiento anualizadas negativas hacia fines de año y principios del 2009, en torno a 2,1%. La menor demanda ha tenido efectos importantes sobre la actividad del sector, pero también las restricciones crediticias y la incertidumbre de los agentes (efecto "animal spirits") han llevado a que muchos proyectos en construcción sean postergados transitoria o indefinidamente.



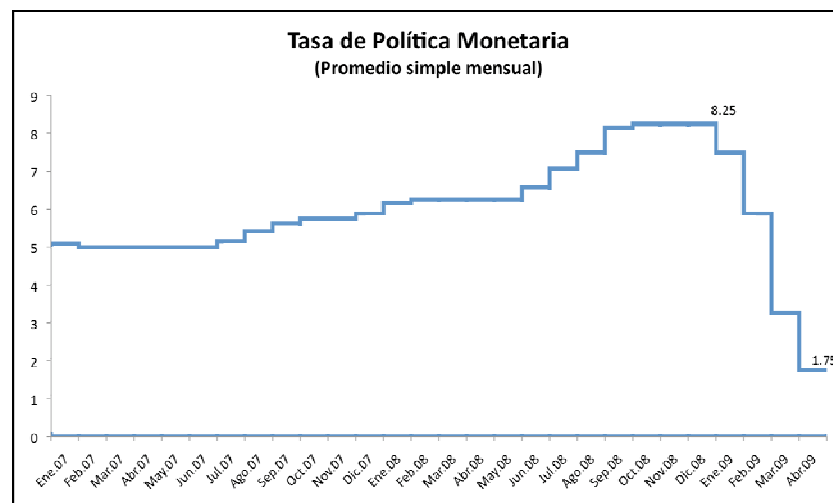
Fuente: Datos de Cámara Chilena de la Construcción.

Con estas condiciones de mercado, la *inflación* dejó de ser un problema para la autoridad a partir de fines de 2008, por lo cual el Banco Central comenzó una agresiva, pero tardía, campaña de



baja de tasas. La *Tasa de Política Monetaria (TPM)* fue reducida desde 8,25% a fines de 2008 a 1,75% durante abril, relajando las condiciones monetarias.

Además, el Ministro de Hacienda ha estado en una campaña intensa por convencer a los bancos de la necesidad de traspasar las bajas de tasas a los consumidores y empresas y a liberalizar el acceso al crédito. Desde que comenzó la fase más aguda de la crisis internacional en septiembre de 2008 (con la quiebra de Lehman Brothers), la banca chilena había adoptado una política de restricción crediticia, anticipándose a fuertes aumentos en el desempleo y en las moras de sus deudores entre los hogares y las pequeñas y medianas empresas.

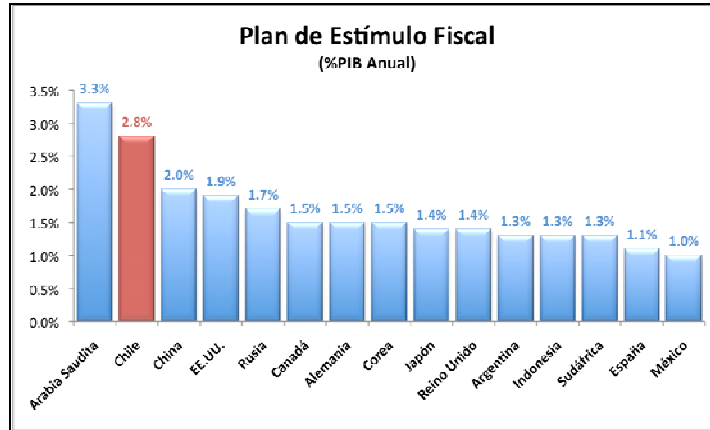


Fuente: Datos Banco Central.

Conjuntamente con la implementación de una Política Monetaria Contracíclica por parte del Banco Central, Hacienda lanzó en enero un *paquete de estímulo fiscal* financiado con el Fondo de Estabilización Económico y Social (FEES)<sup>4</sup> y con la disminución transitoria de la meta de superávit estructural de 0,5% a 0% del PIB (balance estructural). Gracias a estos recursos fue posible financiar el plan de estímulo fiscal para el año 2009, comprometiendo recursos por US\$4.000 millones, que equivalen al 2,8% del PIB, el segundo plan más ambicioso del mundo.

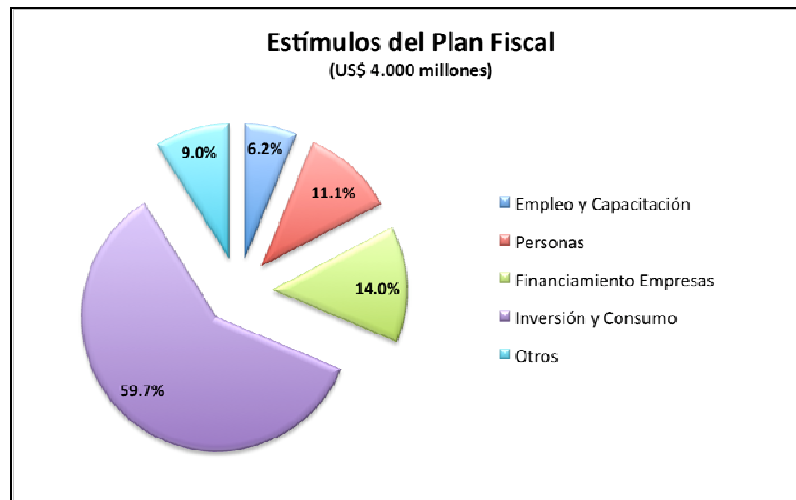
<sup>4</sup> A la fecha, el fondo soberano (FEES) acumula recursos por US\$ 20.211 millones.





Fuente: Datos FMI.

Con esta política fiscal contracíclica se busca amortiguar los efectos de la crisis internacional sobre la economía. De los US\$4.000 millones, se destinarán US\$3.000 millones para financiar gastos e inversiones en pesos y los US\$1.000 millones restantes lo harán en dólares. En el caso de las inversiones en pesos, el Ministerio de Hacienda ha solicitado al Banco Central que ejecute a partir de marzo del 2009 un programa de venta de divisas a través de un sistema de subastas competitivas.



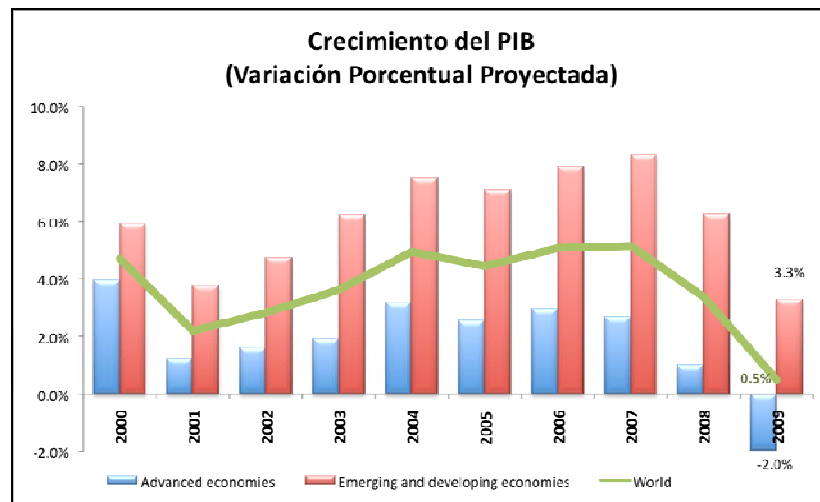
Fuente: Datos Ministerio de Hacienda.

Desafortunadamente, en lugar de simplemente vender las divisas al Banco Central, para que éste las integre a las reservas internacionales, los fondos de Hacienda se están subastando en el mercado, con lo que las presiones hacia la apreciación cambiaria, muy evidentes desde noviembre de 2008, se están intensificando.



La mayor debilidad de la política económica sigue siendo la gran *volatilidad cambiaria*. Las autoridades se han apegado a una versión extrema de la flotación cambiaria. Los fundamentos externos del tipo de cambio en Chile, el precio del cobre y los flujos de capital, son extremadamente volátiles. Ello en sí le imparte volatilidad al tipo de cambio nominal determinado exclusivamente por el mercado. Si ha esto se le suma la actividad especulativa que se da alrededor de los movimientos cambiarios, el resultado es una volatilidad cambiaria nominal y real que debe estar entre las mayores del mundo y que no puede sino afectar a las actividades que son más sensibles al tipo de cambio, como lo son las inversiones para exportaciones nuevas.

Las *proyecciones* del FMI para el 2009 muestran que la economía mundial seguiría creciendo durante el 2009 pero los países desarrollados enfrentarían tasas negativas. Aunque las autoridades chilenas están aún esperando una tasa de crecimiento entre 2 y 3%, nuestra proyección para Chile está en línea con el crecimiento promedio mundial que anticipa el Fondo.



Fuente: Datos FMI.





Fuente: Datos históricos del Banco Central; proyección propia para 2009.

#### Referencias:

- Banco Central de Chile (2009). "Informe de Política Monetaria, Enero 2009".
- Banco Central de Chile (2008). "Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2008".
- Cámara Chilena de la Construcción (2008). "Informe MACH 24, Diciembre 2008".
- Ministerio de Hacienda (2009). "Detalles de Medidas: Plan fiscal 2009".
- Ministerio de Hacienda (2009). "Presentación Ministro de Hacienda - Conferencia Mundial del Cobre".