

Departamento de Economía

Working Paper Series

Análisis de Políticas Económicas aplicadas en la crisis económica mundial del 2008/2009

Autor: Víctor Salas, Eduardo Aravena y Alonso Vega

WP 2011 - N° 12



Universidad de Santiago de Chile
Facultad de Administración y Economía
Departamento de Economía

**Departamento de Economía
Universidad de Santiago de Chile**

**“Análisis de Políticas Económicas
aplicadas en la crisis económica mundial del
2008/2009”**

**Víctor Salas¹
Eduardo Aravena²
Alonso Vega³**

En este documento docente se realiza una revisión de las medidas de políticas económicas aplicadas en la crisis económica mundial de 2008/2009 y las consideraciones sobre el diseño de política a futuro, a partir de la experiencia de la crisis.

¹ Doctorandus in Economics Science, Katholieke Universiteit te Leuven, KUL, Belgium y Profesor Titular del Departamento de Economía de la Universidad de Santiago de Chile.

² Ingeniero Comercial mención Economía, Universidad de Santiago de Chile

³ Ingeniero Comercial mención Economía, Universidad de Santiago de Chile



Introducción

Previo a la crisis financiera, la visión de política macroeconómica estaba centrada en la efectividad y capacidad de reacción de la política monetaria y no daba tanta preponderancia a las políticas fiscales. La idea clave de las políticas macroeconómicas era mantener y/o lograr la estabilidad económica, aspecto vital para lograr un sano crecimiento en los países, la política monetaria tenía como objetivo final, el control de la inflación en donde la credibilidad de los bancos centrales juega un rol importante en el mercado, tomando cada vez más en cuenta la importancia de la inflación es que la atención se centro en la importancia del compromiso y en la capacidad de los bancos centrales para afectar las expectativas de inflación⁴.

Es según los objetivos planteados de inflación que el instrumento predilecto por la mayoría de los bancos centrales es la política de las tasas de interés, según esto, los bancos centrales fijan las tasas de corto plazo con lo que direccionan el resto de los precios de la economía. Para fijar la tasa basta realizar operaciones de mercado abierto adecuadas con lo cual la intervención en otros mercados por parte de los bancos centrales es redundante o incongruente.

Política Fiscal

Escenario previo

En cuanto a la política fiscal, en las últimas décadas estuvo por detrás de la política monetaria por muchas razones algunas de las cuales apelaban a la efectividad de la política monetaria para mantener la brecha de producto por lo cual no era necesaria una política fiscal activa, este abandono de la política fiscal pro cíclica puede ser una de las razones del surgimiento de mercados financieros que hacían más efectiva la política monetaria. Otras razones pueden ser la lentitud con que actúa la política fiscal en comparación a la monetaria.

En orden de generar una idea más concreta de la política fiscal, y su forma de actuar es que se tomará el ejemplo de Chile. En Chile la política fiscal es aplicada mediante la regla de balance estructural del sector público. El balance estructural del sector público refleja el balance presupuestario que se produciría si el producto evolucionara de acuerdo a su potencial y si el precio del cobre fuera el de mediano plazo. Se trata, por lo tanto, de un balance ajustado por el efecto del ciclo de actividad económica y del precio del cobre⁵. El precio del cobre es algo observable en el mediano plazo y a partir del 2001 es fijado por un comité de "expertos", el cual determino que el precio de referencia para el periodo 2003-2012 es de

⁴ Blanchard, et al: Revista de Economía Institucional, vol. 12, n.º 22, primer semestre/2010, pp. 61-82

⁵ Marcel, Mario. 2003; "Balance Estructural: La Base de la Nueva Política Fiscal Chilena". Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile.



USc88/libra⁶. Este precio se usa en las estimaciones de los ingresos fiscales correspondientes a CODELCO y por ende tiene un rol activo en la regla de balance estructural.

En cuanto a la regulación financiera previa a la crisis, esta no era considerada como parte de los quehaceres macroeconómicos por lo cual no se tenía en cuenta regulaciones generales a los mercados, más bien la regulación tomaba la forma de análisis individuales en cuanto a la solidez de cierta institución y además procuraba evitar las fallas de mercado causadas por información asimétrica, responsabilidad limitada y garantías explícitas o implícitas del gobierno. En los países avanzados se ignora completamente el rol macroeconómico de la regulación y control, no así en los países emergentes algunos de los cuales tenían límites estrictos respecto de operaciones en mercados internacionales.

Política fiscal durante la crisis.

Las dos políticas más utilizadas para soportar caídas en la demanda agregada, son menos efectivas en el ambiente de la crisis financiera. Primero, mientras un país puede adoptar una recuperación guiada por el impulso de las exportaciones, esto claramente no es posible cuando todo el mundo se encuentra en una misma situación.

Segundo, la naturaleza financiera de la crisis debilita el tradicional mecanismo de transmisión monetaria, mas aun muchos países han usado expansiones monetarias y el espacio para bajas tasas de política monetaria es limitado. En estos países el rol de la política monetaria debería estar respaldado por estímulos fiscales con el fin de no incrementar las tasas de política monetaria al menos hasta que el producto de la economía comience a recuperarse. (Esto se refiere al uso de política monetaria tradicional y algunas no tan tradicionales como las facilidades cuantitativas).

“Para caricaturizar (más adelante hacemos una descripción más matizada): pensábamos que la política monetaria tenía un objetivo, la inflación, y un instrumento, la política de tasas de interés. Mientras que la inflación fuera estable, era probable que la brecha del producto fuera pequeña y estable y que la política monetaria hiciera su tarea. Pensábamos que la política fiscal cumplía un papel secundario, y que las restricciones políticas limitaban fuertemente su utilidad *de facto*. Y pensábamos que la regulación financiera estaba en general fuera del marco de la política macroeconómica”. (ver Blanchard, et al, 2010)⁷

En cuanto a los resultados de la política de balance estructural en el periodo 2006-2009 en Chile, éstos fueron sin precedentes. En el último cuatrienio es el de mayor superávit fiscal en la historia de Chile, con un ahorro fiscal acumulado equivalente a 17,3% del PIB. De igual forma la deuda pública es también la más baja de la historia,

representando en el periodo 2006-2009 un 5,2% del PIB, lo que contrasta con el promedio de 19,8% del PIB del periodo 1990-2005⁸

⁶ Previamente se había estimado en USc90/libra, véase Gobierno de Chile (2001).

⁷ Blanchard, et al: Revista de Economía Institucional, vol. 12, n.º 22, primer semestre/2010, pp. 61-82

⁸ Para cifras fiscales históricas ver Wagner et al. (2000)



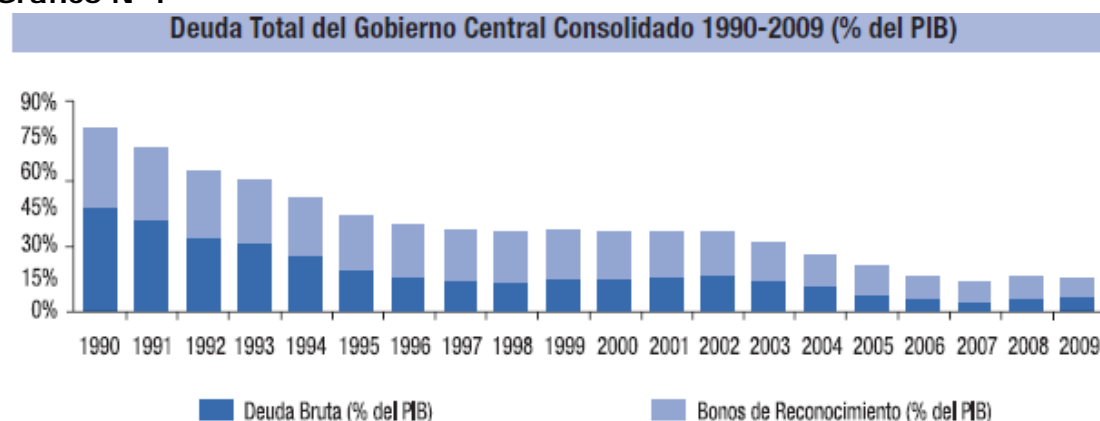
Para respaldar el uso de políticas de balance estructural el gobierno debe cumplir con ciertas condiciones macroeconómicas como la estabilidad financiera que se pueden apreciar mediante Balance Efectivo del Gobierno General Consolidado usado para observar la sustentabilidad financiera del fisco y la Deuda Total del Gobierno Central que mide el grado de deuda, ya que no es adecuado mantener un alto nivel de endeudamiento por un periodo prolongado si en el mediano plazo no se proyectan superávits fiscales. El cuadro N°1 muestra los datos para el Balance Efectivo y el gráfico N°1 muestra los datos para la Deuda Total de Gobierno.

Cuadro N° 1

Balance Efectivo del Gobierno Central Consolidado	
	Balance Efectivo Promedio (% del PIB)
1990-1993	1,9
1994-1999	1,2
2000-2005	0,6
1990-2005	1,2
2006-2009	4,3
Promedio 1990-2009	1,8

Fuente: DIPRES.

Gráfico N° 1



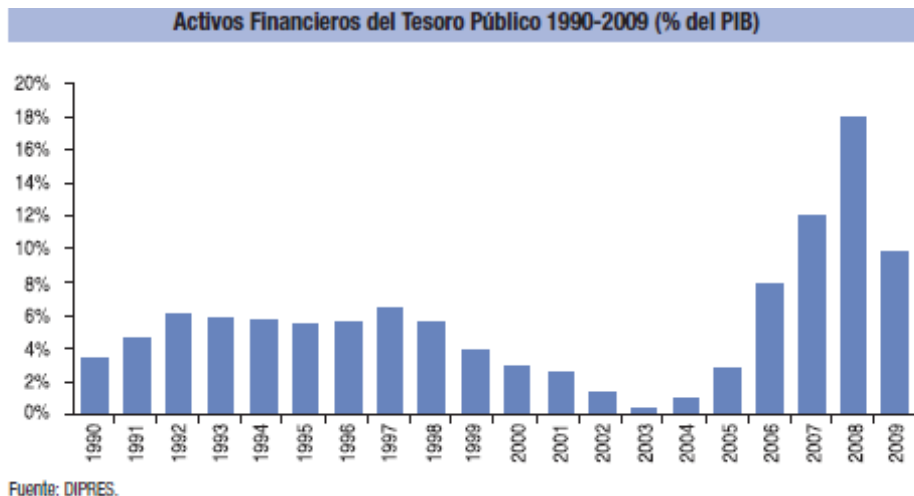
Fuente: DIPRES.

Como contrapartida al nivel de deuda, el nivel de activos financieros del Gobierno Central es señal de respaldo y liquidez, lo que resulta de especial relevancia en escenarios de crisis financieras internacionales. En el contexto de la política de balance estructural, los altos ingresos del fisco en el periodo 2006-2009 se tradujeron en acumulación e inversión eficiente del mayor nivel de activos financieros con que ha contado el Fisco de Chile a partir de 1990 (Gráfico N°2). Esta acumulación de activos financieros permitió financiar el Plan de Estimulo Fiscal de 2009, cerrando el año con un nivel de activos equivalente a 9,3% del PIB.⁹

⁹ Velasco, Andrés, et al. 2010; "El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile, período 2006-2009". Estudio de Finanzas Públicas.



Gráfico N° 2



Todas estas variables dieron un funcionamiento importantísimo a la política fiscal durante el periodo de la crisis financiera y como se menciona Chile estaba en una situación fiscal envidiable y con la capacidad de afrontar la crisis mediante la regla de balance estructural y el plan de estímulo fiscal detallado más adelante.

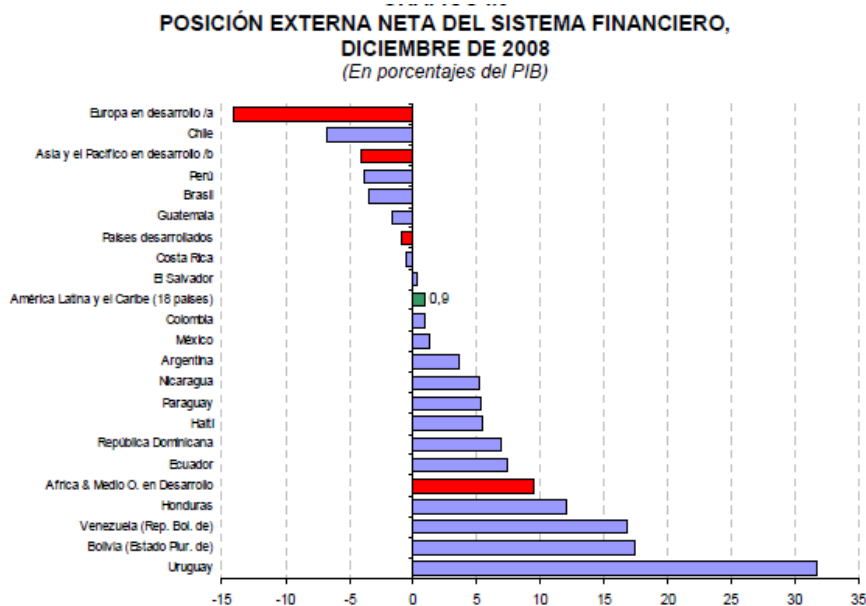
Siempre que existe una crisis financiera y económica el procedimiento es mejorar los aspectos referentes a la crisis financiera los cuales logrados de buena manera pueden generar crecimiento sostenido, una solución mal aplicada puede provocar efectos indeseados a futuro. Con esto en mente el uso de la política para remediar una crisis no debe ser tomado pasajero, sino más bien, debe tener en cuenta los efectos inmediatos y de largo plazo.

Debido a que la crisis tiene un efecto en el sector financiero (ver gráfico N°3) y otro en la caída de la demanda agregada (ver gráfico N°4), los programas de ayuda fiscal deben de estar direccionados a superar estos dos efectos.

Considerando los efectos de la crisis en el sector financiero y que éstos han afectado directa o indirectamente el sector real de la economía, ya sea en el sector inmobiliario como se vio en primera instancia o afectando los niveles de ingreso y consumo de los individuos. Es por estas razones que los estímulos fiscales son muy útiles por no agregar necesarios en la superación e impulso del sector financiero y real de la economía.



Gráfico N° 3



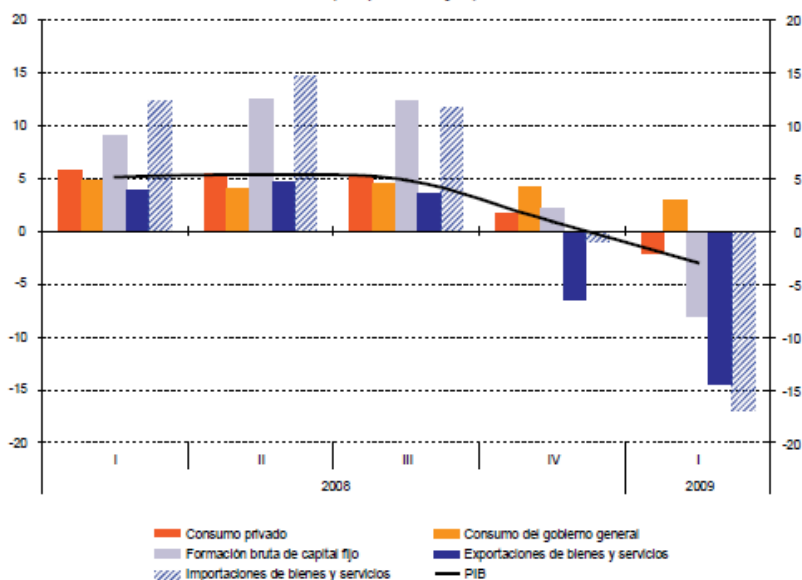
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2008-2009* (LC/G.2410-P), Santiago de Chile, julio de 2009.

a No se incluye la Federación de Rusia.

b No se incluye China.

Gráfico N° 4

**AMÉRICA LATINA: VARIACIÓN PORCENTUAL INTERANUAL DE LA DEMANDA AGREGADA,
2008-2009**
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2008-2009* (LC/G.2410-P), Santiago de Chile, julio de 2009.

Existen dos características de la crisis que ayudan a definir la composición de los estímulos fiscales:



Primero es la expectativa que se tenga sobre la duración de la crisis, si se piensa que la caída económica será prolongada, los estímulos pueden ser a través de medidas de gasto, aun cuando el argumento de las largas demoras en la implementación de estas políticas son recurrentes, en este caso son menos validos ya que se espera una mayor duración en la caída de la economía producto de la crisis. Este tipo de estímulos tienen ventajas sobre incremento en las transferencias o disminución de los impuestos, ya que existe incertidumbre respecto a cuándo se incrementará el ingreso de los agentes económicos, por lo cual parece adecuado incrementar el poder de compra de consumidores y firmas, en vez de esperar que este incremento se produzca en un futuro incierto.

Segundo, el contexto de la crisis el cual se caracteriza por una serie de hechos macroeconómicos ausentes en la economía por décadas, los multiplicadores fiscales son menos efectivos al actuar monótonamente, lo cual es argumento para no centrar los estímulos fiscales en una sola manera, se hace imperante el concepto de diversificación fiscal como mecanismo para impulsar la demanda agregada.

Los mecanismos mediante se diversifican los estímulos son:

- **Gasto en bienes y servicios por parte del gobierno:** la principal tarea del gobierno es evitar desperdiciar recursos en estos gastos, por ejemplo el no incrementar las arcas fiscales mediante cortes de programas de ayuda económica ya existentes que potencien ciertos sectores, una solución más simple es transferencias desde un gobierno central, evitando distribuciones ineficientes de ingresos.

La participación del gobierno en el respaldo de proyectos de inversión que de otra manera no serían realizados debido al componente de riesgo consecuencia de la crisis.

- **Estímulos fiscales para los consumidores:** para tener claridad en qué tipo de estímulo debe incurrir el gobierno, es importante tener en cuenta los siguientes hechos observables:
 - Disminución de la riqueza de los individuos, ya sea financiera, patrimonial o humana, lo cual lleva a los consumidores a disminuir su consumo.
 - Restricciones al crédito más exigentes, forzándolos a eliminar sus cuentas ya sea por enfrentar tasas de interés mayor o por necesidades de las entidades bancarias, reduciendo así el consumo de los individuos.
 - Alta incertidumbre, llevando a los individuos a ahorrar más, disminuyendo el consumo.

Cada uno de estos tres factores tiene diferentes implicancias en cuanto a las propensiones marginales a consumir por lo cual las políticas destinadas a potenciar el consumo debe ser distinta en cada uno de estos casos.

- **Estímulos fiscales para las firmas:** debido a la crisis financiera, las empresas han tomado una actitud de esperar y ver qué es lo que pasa con la crisis y ver qué es lo más conveniente para afrontar la caída en la demanda. Reducción de impuesto o ajustes en las ganancias de capital no tendrán mucho efecto en remediar este hecho por lo cual las políticas fiscales se deben orientar en evitar que las empresas detengan sus operaciones por falta de financiamiento.



En el caso concreto de Chile, el Plan de Estimulo Fiscal de 2009 consistió en medidas concisas, en cuanto a consumo e inversión fueron las siguientes¹⁰:

- I. Se destinaron US\$700 millones de inversión pública.
- II. Eliminación del impuesto de timbre y estampillas en todas las operaciones de crédito en 2009 y reducción a la mitad (0,6% del capital) en el primer semestre 2010. Costo fiscal de US\$628 millones en el 2009
- III. Incrementar transitoriamente los beneficios del DL 701 de incentivo a la forestación aumentando las superficies sujetas a la bonificación e incluyendo especies aptas para la producción de biomasa. Costo fiscal de US\$20 millones en 2009.
- IV. Aporte extraordinario de US\$41 millones al Fondo Común Municipal, destinado a apoyar su tarea y servicio e inversión a las comunidades locales.
- V. Capitalizar a CODELCO con US\$1.000 millones vía indicación al proyecto que moderniza el gobierno corporativo de la empresa.

Dentro de los principales estímulos para el fortalecimiento de las empresas fueron incrementar una nueva línea de CORFO con capital de US\$50 millones para brindar garantía en la reprogramación de créditos. En cuanto al apoyo a personas se realizó la entrega de 40.000 pesos chilenos por carga familiar para los beneficiarios del Subsidio Único Familiar SUF entre otras medidas.

Para un análisis de las ventajas y desventajas de las políticas fiscales en la crisis económica véase ANEXO N° 1

Desafíos pendientes Post-crisis.

En consideración a la visión macroeconómica previa a la crisis y a las medidas tomadas durante a la crisis es que queda al descubierto que la política macroeconómica debe trabajar en un ámbito plural, es decir, debe tener muchos objetivos. El aspecto positivo de este hallazgo es que actualmente se poseen las herramientas para llevar a cabo políticas macroeconómicas orientadas a múltiples objetivos, lo cual puede ser hecho mediante políticas fiscales, monetarias y financieras.

En cuanto a los aspectos que dieron pie a la crisis fueron especialmente los aspectos financieros, es importante plantearse a futuro si es necesario eliminar la causa de los problemas, ¿es esta situación posible? Será posible eliminar completamente del sistema financiero las securitizaciones y las operaciones de cobertura de riesgo con instrumentos derivados. Lo más probable es que no sea posible, por lo cual se debe pensar como futuras acciones, la mejora continua de la interacción de estos instrumentos y de cómo regularlos, tomando en cuenta el trade-off entre regulación y eficiencia en los mercados.

¹⁰ Gobierno de Chile, 2009; "Plan de estímulo fiscal", Ministerio de Hacienda.



Políticas Monetarias.

Escenario Previo

Tanto en Chile como en el resto del mundo la crisis financiera fue algo inesperado, dado que el mercado internacional no tenía demasiados síntomas de algunos problemas. En general antes de la crisis las políticas fiscales estaban relegadas a mantener el superávit del país estable, y por su parte la mayoría de los países aplicaba políticas monetarias básicamente para mantener las metas de inflación estables. De acuerdo Assaf Razin¹¹, economista de la Universidad de Cornell, algunas características de la política monetaria pre-crisis son las siguientes:

1. La banca central mundial se enfocó en la estabilidad de precios, concibiéndose como el principal aporte a los sistemas financieros, implicando cierta desatención a las vulnerabilidades de ellos.
2. Dada la prevalencia de la teoría de los mercados eficientes, se restó importancia a los eventos causados por las imperfecciones del mercado.
3. Faltó regulación sobre las actividades de intermediación no bancarias.
4. Se sobreestimó la autocorrección de las fuerzas del mercado.
5. Los gestores tanto de la política monetaria como de la de regulación, no trabajaron en una visión macroprudencial compartida.

Según Razin, la gran mayoría de los bancos centrales se basaban en el paradigma neo-keynesiano, el cual postulaba que era apropiado tener una política monetarias con objetivos o metas, es decir que la política monetaria debía estar sujeta a las metas de inflación futuras. Con esto se sostenía que si la inflación a largo plazo era estable, entonces la diferencia entre el producto potencial y el efectivo, así como las tasas de crecimiento también debían serlo.

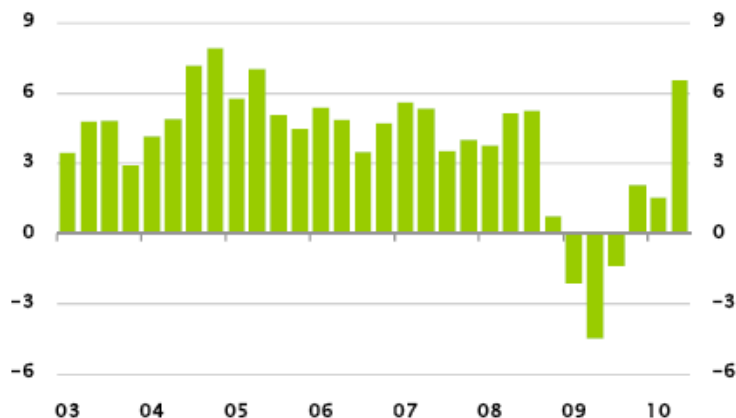
Todo este escenario fue drásticamente puesto en duda, pasado septiembre del 2008, cuando la crisis financiera mundial derribo los grandes paradigmas sostenían que el libre mercado era autosuficiente. Tanto Chile como el resto del mundo se vio afectado, no solo en sus números macroeconómicos, si no en algo peor: en la confianza en el sistema financiero internacional.

El golpe fue fuerte para la economía chilena, en 2009 el PIB cayó un 1,5% en la que fue la primera recesión en 10 años (grafico 5). La demanda interna se redujo un 6% y el IPC cayó un 1,4%, nuestra primera inflación anual negativa desde la década de 1930.

¹¹ Razin, Assaf; "the financial crisis and its consequences: The re-emergence of two schools of thought" 2010.



Gráfico 1: Crecimiento del PIB



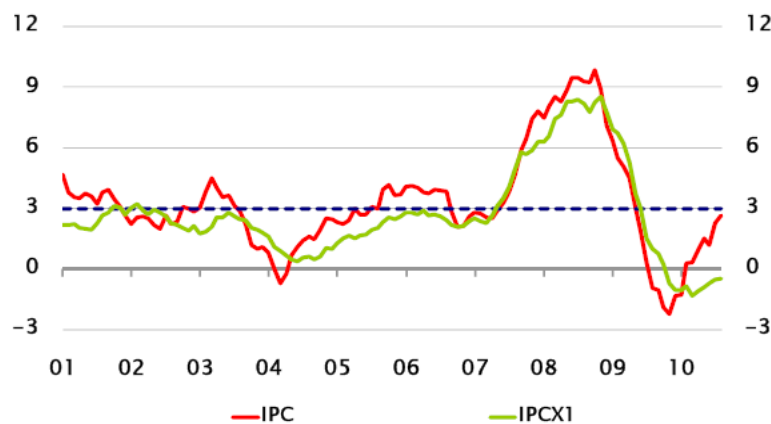
Fuente: Banco Central de Chile

Para el caso particular de Chile, es importante mencionar que la posición fiscal de Chile era muy fuerte antes de la crisis (y lo sigue siendo). En efecto, durante los cinco años previos a la crisis (2004-2008) se registró un superávit presupuestario promedio de 5,4% del PIB. La deuda neta del gobierno fue negativa durante todo el proceso de recuperación, por lo tanto el gobierno chileno se convirtió en un acreedor neto. Esto significa que en Chile la sostenibilidad fiscal no fue un problema como lo fue en muchos países.

Durante los dos años previos, la inflación (grafico 6) se ubicó sobre la meta, muy influida por el aumento de precios de los alimentos en el mundo (Chile es un importador neto de granos), pero también por una demanda agregada muy dinámica. Desde entonces, la tasa de política monetaria (TPM) había aumentado y en Septiembre de 2008 alcanzó 8,25%. Durante el cuarto trimestre de 2008, a medida que las tensiones financieras y de liquidez se propagaban en todo el mundo, el Banco Central llevó a cabo una serie de medidas de estabilidad financiera.



Grafico 2 Indicadores de Inflación. Variación anual (porcentaje)



Fuentes: Banco central de Chile, INE.

Políticas monetarias durante la crisis.

Luego que la crisis estallo los efectos de contagio entre las entidades soberanas y el sistema bancario agudizaron los riesgos de mercado y de liquidez. Una vez más, los bancos se mostraron menos dispuestos a conceder préstamos a otros bancos, salvo con vencimientos mínimos. Los más afectados fueron aquellos bancos en países que necesitaron planes de rescate más abultados para salir adelante después de la crisis, como EEUU y los países Europeos. Además, ha aumentado la volatilidad de los precios de los activos financieros y ha disminuyo el apetito de riesgo de los inversionistas.

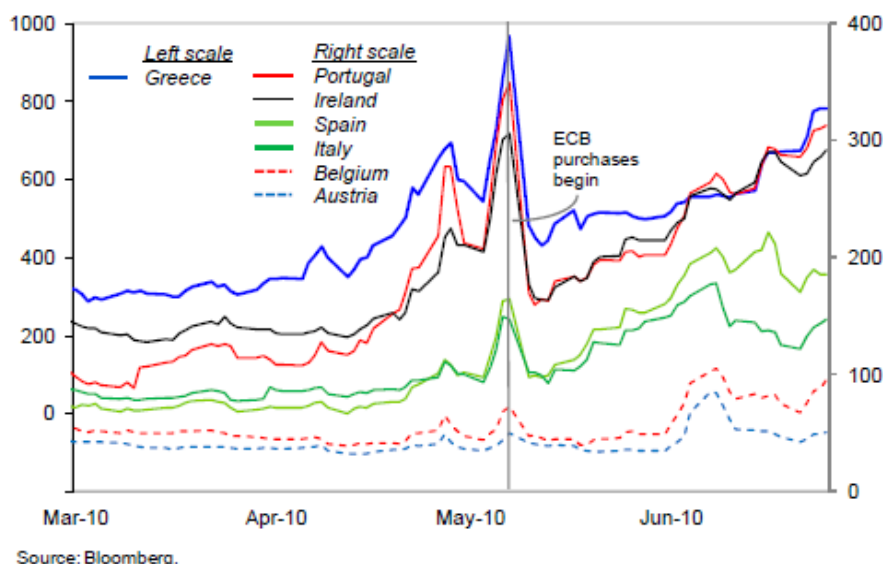
Las tareas en el corto plazo fueron esencialmente planes de rescate para poder contener el efecto expansivo de la crisis. Los gobiernos actuaron en dos frentes: el primero consistió en la implementación y ajuste de las políticas adoptadas en los últimos meses anteriores a la crisis para abordarla, y segundo, tomaron fuertes medidas para sostener la demanda, limitar la caída del producto y restablecer la confianza y el gasto privado. En el primer frente la idea fue mantener la provisión de liquidez, la compra de activos, la recapitalización y los avales, lo que se logro en la gran mayoría de los casos. En cambio en el segundo frente se ha visto una reacción más débil y aun no existen medidas unificadas, esto se debe a que el proceso de recuperación no aun estable y las medidas tomadas bajo un escenario tal, podrían ser apresuradas y provocaría problemas en el futuro.

Muchos de los problemas que presentaron los diferentes derivados financieros, pusieron en duda la liquidez de los mismos. Por esta razón se ha mostrado una fuerte tendencia post-crisis a revalorizar los activos más tradicionales como los fondos soberanos. Estos fondos han experimentado fuertes presiones, dada la alta demanda que han tenido en el último tiempo, su riesgo ha sido reevaluado, para darles mayor transparencia. Esto último se ha traducido en fuertes volatilidades, no comunes para este tipo de activos, que acostumbran ser por lo general de bajo riesgo. Las presiones en el mercado de bonos públicos se deben en parte a las fuertes necesidades de refinanciamiento. Gran parte de los países Europeos, por ejemplo necesitan refinanciar todo el gasto realizado durante la crisis, estos a la



vez tienen que competir con las necesidades de financiamiento de EEUU, el Reino Unido, Japón y otros países que debieron rescatar muchas instituciones durante la crisis. El más claro ejemplo de esta alta volatilidad, es lo que ocurrió con los bonos soberanos de los países de la Euro zona, con Grecia e Irlanda. Como vemos en el gráfico 7 el riesgo de los bonos soberanos se vio tremendamente afectado tras las dificultades fiscales que ha tenido Grecia e Irlanda, los inversionistas recalcularon los precios de estos riesgos para todos los países europeos. Por lo tanto de acuerdo al Departamento de mercados monetarios y de capital del FMI ¹² el desafío más grande que enfrenta la Euro zona y varios países que quedaron con secuelas tras la crisis es mantener planes económicos creíbles, a través de un gasto fiscal sostenible, de modo que la política monetaria no tenga que arreglar los problemas del gobierno.

Gráfico 3: Spread riesgo de bonos soberanos de Países de la Euro zona.



Con la incertidumbre que tienen los bancos comerciales en torno a las exposiciones que les representa endeudarse con bonos soberanos de países que enfrentan desafíos de política económica ha causado fuertes tensiones de financiamiento interbancario. Como los inversionistas (bancos) sienten mayor desconfianza en las políticas monetarias futuras, esto se ve reflejado en el diferencial de tasas actuales respecto a las futuras que presenta por ejemplo en la tasa LIBOR. Cuando las expectativas futuras no están lo suficientemente claras los inversionistas exigirán mayores “premios por inversión futura” (Tasas futuras). Para aliviar estas tensiones en el diferencial de tasas y la desconfianza de los bancos en la tasa LIBOR, el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal de Estados Unidos reintrodujeron cierta flexibilidad en sus operaciones de liquidez. El BCE suspendió los requisitos de garantía en el caso de la deuda soberana griega y reactivó algunas de sus operaciones a largo plazo, mientras que la Reserva Federal reabrió sus líneas de *swap* de divisas. A pesar de estos esfuerzos para mejorar el funcionamiento del mercado interbancario, los bancos de la zona del euro todavía están acaparando liquidez y colocando esos fondos en la facilidad de depósito del BCE y no en los bonos soberanos.

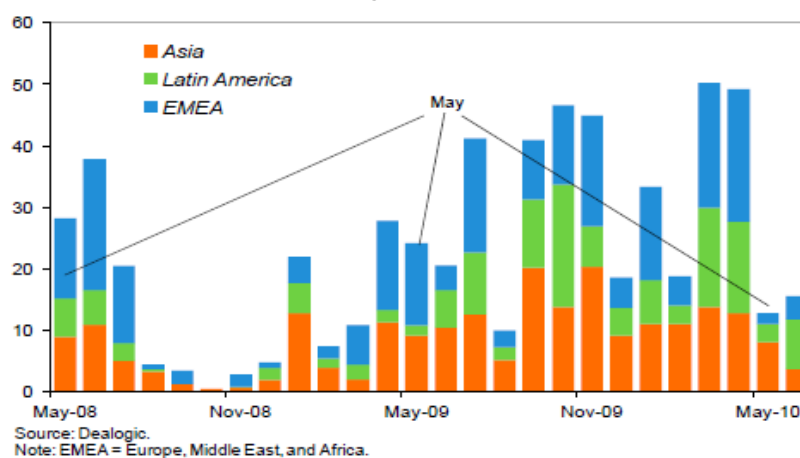
¹²FMI, Departamento de mercados financieros y de Capital; “Informe sobre la estabilidad financiera mundial” Julio 2010.



Actualmente el BCE y los principales bancos centrales, entienden que las políticas extraordinarias aplicadas para aliviar los efectos de la crisis, no serán tan extraordinarias como habían pensado en un principio, y dada la situación actual de incertidumbre, les da un margen más grande para seguir aplicando políticas monetarias acomodaticias. De hecho, el BCE durante el 2010 no solo ha reactivado algunas de sus operaciones extraordinarias de suministro de liquidez, sino que además ha anunciado un programa para comprar deuda soberana¹³.

Dados los problemas que ha tenido Europa y EEUU en controlar sus mercados de bonos, los mercados emergentes como Latinoamérica están sintiendo una menor demanda de los inversionistas por activos riesgosos, por lo que se endurecieron las condiciones de financiamiento con que cuentan los países Latinos. Los flujos de cartera hacia los mercados emergentes se han revertido parcialmente, tras haber aumentado significativamente durante casi un año entre marzo de 2009 y abril de 2010, y las valoraciones de los activos han disminuido. Además, las emisiones de bonos y acciones de entidades soberanas y empresariales de los mercados emergentes también se estancaron en mayo del 2010 (grafico 8), aunque algunas regiones se vieron menos afectadas que otras y es posible que la tendencia sea de carácter temporal en su mayor parte. Las emisiones en Asia, por ejemplo, no han disminuido drásticamente, en cambio en países Europeos, del medio oriente y de África se vieron muy afectados.

Grafico 4 Emisiones de Bonos y acciones de mercados Emergentes



Para el caso de Chile la política monetaria durante la crisis las medidas no convencionales tiempo después de haber estallado la crisis, En enero de 2009 a medida que los efectos de la crisis internacional se hacían sentir en el país, el Banco Central inició un agresivo proceso de reducción de la tasa de interés. En julio de 2009 alcanzó su mínimo histórico de 0,5%. Como se consideró que esto no era suficiente, el Banco Central decidió aplicar también políticas no convencionales. La más significativa fue la denominada FLAP (Facilidad de Liquidez a Plazo), que consistió en operaciones repo a 90 y 180 días para empresas bancarias. Estas operaciones repo son Operaciones bursátiles especializadas que consisten en la compra y venta de títulos valores, donde el comprador adquiere la obligación de

¹³ FMI, Departamento de mercados financieros y de Capital; "Informe sobre la estabilidad financiera mundial" Julio 2010.



transferir nuevamente al vendedor inicial la propiedad de los títulos negociados (acciones, bonos, CDT, etc.) en un plazo y condiciones fijadas con anterioridad (a 90 o 180 días) . Estas operaciones son utilizadas para superar deficiencias financieras de corto plazo, ya sean por falta liquidez, comprando títulos, o para contraer la oferta a través de compra de papeles. El objetivo de este instrumento era reforzar la señal dada al mercado que las tasas de corto plazo seguirían siendo bajas durante un período de tiempo prolongado, por lo tanto coartaba la intención de aquellos agentes más conservadores que esperaban comprar estos títulos para protección, pero no podían por que el BC los poseía, de este modo se obliga a ocupar aquellos flujos en papeles más líquidos o simplemente ocuparlos en actividades productivas que impulsen la actividad económica.

Desafíos pendientes Post-crisis.

Actualmente el escenario particular de Chile se presenta más estable, de hecho las medidas no convencionales fueron reducidas gradualmente y eliminadas por completo en junio del 2010¹⁴. La política convencional ha seguido el mismo camino ya que en junio, por primera vez en un año, las tasas de interés se incrementaron en 50 puntos base, hasta el 1% (grafico 9). En las siguientes reuniones de política las tasas han mantenido su tendencia al alza, llegando en octubre del 2010 a 2,75%.

Grafico 5. Tasa de Política monetaria e interbancaria en Chile (Porcentaje)

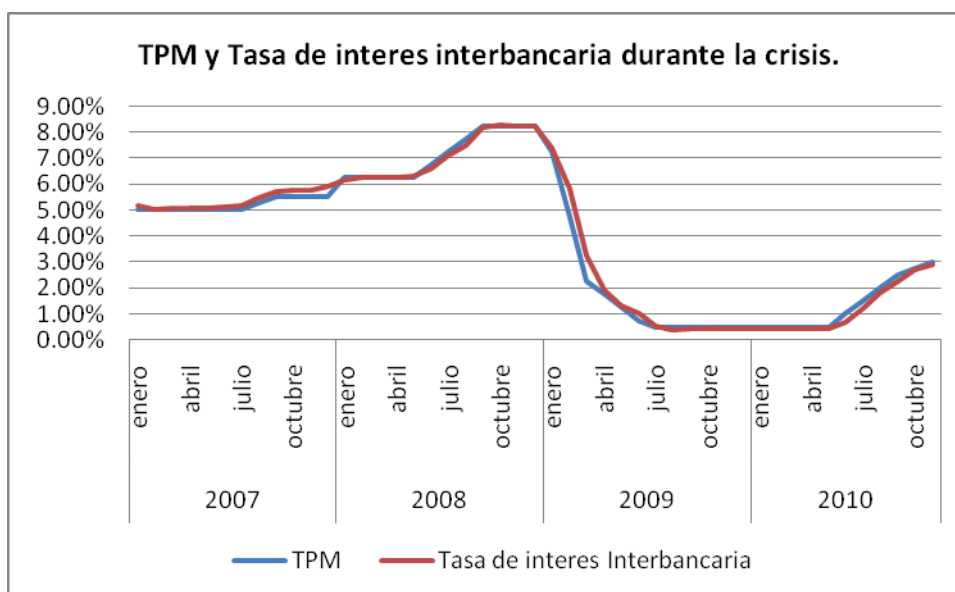


Grafico de elaboración propia, con datos obtenidos del Banco central de Chile.

¹⁴ Vergara Rodrigo; "Política monetaria después de la Crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos" Banco central de Chile, Octubre 2010.



Por su parte la tasa de interés interbancaria tiene sus propios medios de ajuste de acuerdo a la tasa que fija el Banco central (BC). El mercado interbancario permite la intermediación de liquidez desde bancos con exceso de fondos a aquellos con déficit transitorios, donde esta interacción se realiza a través de préstamos, generalmente overnight y a tasas "cercanas" a la TPM. Los bancos están en un constante intercambio de fondos para efectuar pagos, para construir el encaje legal o para mantener billetes y monedas en su caja. Los fondos que no logran obtenerlos en el mercado interbancario, se obtienen a través del BC por medio de transacciones Repo o FPL (Facilidad permanente de liquides). La FPL es un REPO overnight (compra de títulos de deuda con pacto de retroventa), el cual fija un techo pues corresponde a una ventanilla abierta ilimitada, cuya principal restricción es disponer de los colaterales (Activos de garantía) elegibles para la mencionada operación. Lo anterior implica que cuando alguna empresa bancaria no dispone de colaterales suficientes y tiene líneas limitadas para operar en el mercado interbancario, eventualmente se pueden realizar operaciones interbancarias por encima de la tasa de la FPL (TPM+25 puntos base), situación que se produce en escasas oportunidades.

La diferencia entre la TPM y la tasa interbancaria, requiere un análisis mucho más estricto, pero básicamente dependerá de la credibilidad del Banco central para aplicar políticas creíbles y la liquidez y tamaño de las transacciones en el mercado, dado que para aquellos mercados que no necesitan fondos constantemente y son mas estáticos, tienen un proceso de ajuste más lento y la diferencia entre TPM e interbancaria es mayor. Así también ocurre en momentos cuando el BC hace decisiones drásticas y es muy difícil para los bancos comerciales ajustarse a aquella variación rápidamente. Un claro ejemplo de esto último es la posición que tomo el Banco central de Chile en respuesta a la crisis financiera estallada en septiembre del 2008, como vemos en el grafico 10, la diferencia entre tasas tuvo su máxima diferencia en enero del 2009 cuando el BC restringió drásticamente la TPM, la cual se restringió a partir de enero del 2009 desde 8.25% hasta un 0.5 % en junio del 2009, por lo tanto en solo 7 meses para un ajuste la tasa se redujo en 775 puntos base.



Grafico 10. Diferencial de tasas TPM e Interbancaria (porcentaje)

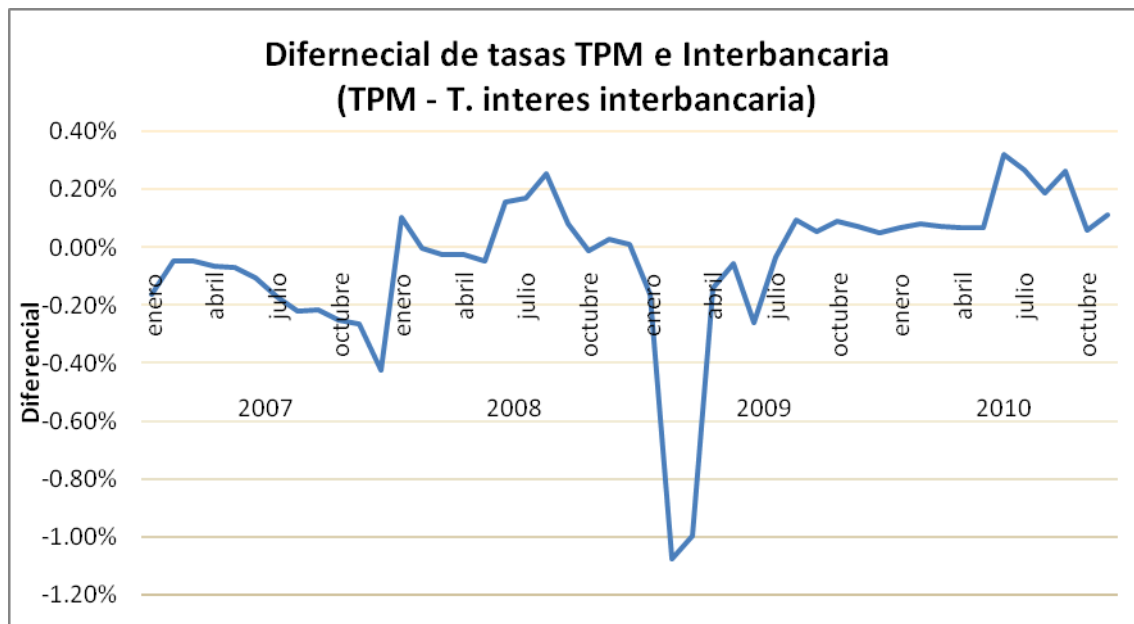
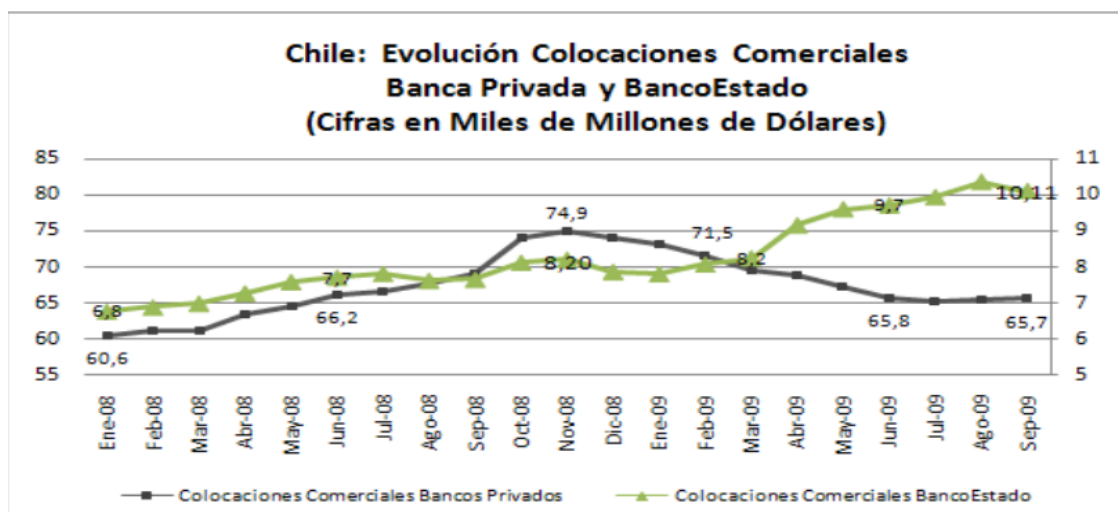


Grafico de elaboración propia, con datos obtenidos del Banco central de Chile.

Por su parte el gobierno a través del banco estado, actuaron con un aumento en las colocaciones comerciales, para poder mitigar la concentración bancaria privada. Como vemos en el grafico 11, mientras las colocaciones privadas iban a la baja desde que estallo la crisis en noviembre del 2009, el Banco estado comenzó con un gradual aumento de las colocaciones, para contrarrestar el efecto de concentración. De esta última operación, se sacaron grandes frutos y se evito una contracción mayor del sector financiero. Por lo tanto la crisis dejo una gran enseñanza respecto a potenciar la banca de primer piso (mercado bancario) a través de los bancos estatales y también la banca de segundo piso (otras instituciones financieras) con instituciones estatales como CORFO.



Grafico 11



Fuente SBIF, tipo de cambio: \$552.47

Los retos que le enfrenta la política monetaria, de acuerdo a Oliver Blanchard¹⁵ en el futuro es diseñar nuevas reglas e instituciones que reduzcan los riesgos sistémicos, sin imponer cargas innecesarias ni ahogar la innovación. El diseño ya ha comenzado y seguirá siendo estudiado por los grupos de trabajo creados en las reuniones del G-20. La implementación tomará tiempo, pero el perfil general de las reformas ya está definido. La medición del riesgo sistémico exigirá contar con mejor información. Será preciso revisar las normas sobre transparencia, divulgación y declaración de información y recabar datos de un conjunto mucho mayor de instituciones, que incluya las compañías de seguros, los hedge funds y las entidades fuera de balance. Para limitar el riesgo sistémico, también se deberá establecer un perímetro de regulación más amplio que el actual, a cambio de un mayor acceso a la provisión de liquidez. Será necesario fijar nuevas y mejores normas nacionales, tanto a nivel de las instituciones como en el plano macroeconómico. Las reglas macroprudenciales anticíclicas parecen ser un medio promisorio de reducir la acumulación de riesgo sistémico. Esas medidas deben complementarse con una mayor solidez de la infraestructura financiera frente al incumplimiento de la contraparte (elemento central de la crisis), incluso mediante un mayor uso de cámaras de compensación centralizadas y de bolsas organizadas, además mediante el desarrollo de marcos más sólidos para la resolución de instituciones.

Por su parte los desafíos que destaca el departamento de mercados Financieros y de Capital del FMI se centran en precisar las medidas de política monetaria en varios frentes para reforzar la confianza y seguir estabilizando los mercados financieros. Hay que atacar la raíz del problema, el riesgo soberano, particularmente en el caso de los países de la zona del euro que soportan una intensa presión del mercado, los cuales tienen que avanzar más y de forma creíble en la reducción de los déficits fiscales y la formulación de mejores estrategias para la gestión de la deuda pública. Sugieren que los bancos centrales implementen políticas monetarias correctivas en la estructura de los mercados financieros, en conjunto con políticas fiscales de planes de consolidación, ya que aún les preocupa

¹⁵ Blanchard, Oliver; "Grietas en el sistema, reparar los daños de la economía mundial" Diciembre 2008.



la posibilidad de que los gobiernos tengan dificultades para generar un crecimiento nominal adecuado en un entorno de desinflación. Por lo tanto en un set de medidas posibles para estabilizar el entorno financiero internacional el FMI lanza ciertas recomendaciones:

- Seguir proporcionando apoyo de liquidez del BCE a los mercados secundarios de bonos. Los mercados aún no están convencidos del compromiso del banco central de ampliar las compras, si fuera necesario, para impedir que siga deteriorándose el funcionamiento del mercado.
- Procurar una mayor transparencia y la aplicación de pruebas de tensión más creíbles en los bancos europeos. Un aspecto crítico en la actualidad es la incertidumbre acerca de las exposiciones de cada banco, como por ejemplo en lo relativo a la deuda soberana, factor que aboga por una mejor la declaración de datos por parte de los bancos europeos.
- La publicación de los resultados de las pruebas de tensión en curso y la decisión del Comité de Supervisores Bancarios Europeos de extender dichas pruebas a muchos más bancos es un paso muy importante. Al mismo tiempo, la publicación de los resultados de las pruebas de tensión de cada banco a escala nacional tendrá que complementarse con un plan en el que se especifique cómo se gestionarán los casos de las instituciones deficientemente capitalizadas. En general, es necesario mejorar las normas de declaración y divulgación de datos de los bancos, sobre todo en el caso de las instituciones que no cotizan en bolsa y las que no presentan informes trimestrales.
- Poner en práctica soluciones creíbles para el problema de los bancos débiles. Estos bancos están exacerbando las tensiones actuales en los mercados de financiamiento, y se necesita un mecanismo más cabal para su resolución, reestructuración o recapitalización. A tales efectos, se deben activar sin demora mecanismos públicos, existentes o nuevos, a escala nacional. Cuando sea necesario se debe recurrir a acuerdos supranacionales para abordar los problemas de los bancos.

En resumen, las mejoras recientes en la estabilidad mundial están amenazadas por la confluencia de riesgos soberanos y bancarios en la zona del euro que, si no son objeto de una vigilancia continua y concertada, podrían propagarse a otras regiones. La rápida implementación de las importantes y acertadas decisiones tomadas por las autoridades gubernamentales de la zona del euro será un factor clave para infundir calma en los mercados financieros. Se necesitan otras medidas creíbles e inmediatas para estabilizar las instituciones financieras. La consolidación de la estabilidad financiera será importante para mantener bien encaminada la recuperación económica.

Por su parte de acuerdo a Rodrigo Vergara¹⁶ la política monetaria en Chile y el mundo presenta un gran dilema de acuerdo al paradigma neoclásico: La política monetaria con metas inflación versus las metas en el nivel de precios. Para muchos economistas tener como meta la inflación futura es bastante complicado de

¹⁶ Vergara Rodrigo; "Política monetaria después de la Crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos" Banco central de Chile, Octubre 2010.



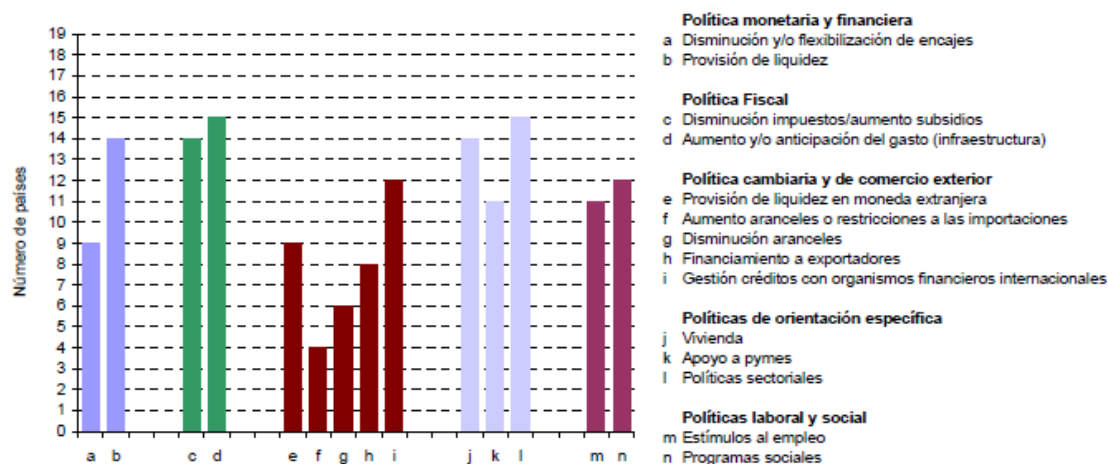
cumplir, sobre todo si se espera que la inflación futura sea baja o incluso negativa, puesto que el banco central utiliza instrumentos para mantener controlada la inflación, y prácticamente no posee medios para mantener una expansión inflacionaria controlada. Es por este motivo que ha surgido la solución alternativa de tener como meta la tasa de interés. De este modo se podría reducir la tasa de interés real a largo plazo a través de una reducción de las tasas de interés nominales de corto plazo. Al controlar las tasas de interés nominales de corto plazo se podría tener un nivel de tasas reales futuras ancladas consistente con distintos niveles de precios.

Consideraciones Finales

Hasta el momento hemos considerado las implicancias de las políticas fiscal y monetaria en cuanto a sus fases previas, durante y post crisis financiera, ahora ha modo de cerrar la discusión sobre políticas económicas se consideran los efectos económicos que tienen estas políticas. Para establecer de qué políticas económicas nos estamos refiriendo el gráfico 10 muestra las políticas aplicadas durante la crisis en 19 países de América Latina.

Gráfico N° 10

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES): ÁREA DE ALCANCE DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS PARA AFRONTAR LA CRISIS



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: Una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de marzo de 2009 (LC/L.3025), Santiago de Chile, 31 de marzo de 2009.

Según indica el gráfico las políticas aplicadas en mayor cantidad de países son las políticas fiscal, monetarias y financieras, y de orientación específica, dentro de las cuales destacan las políticas sectoriales aplicadas en 79% de los países de la muestra.

En cuanto a las consecuencias económicas ligadas a la utilización de políticas es posible apreciar que esta crisis financiera tuvo una mejor respuesta fiscal debido a



que los países de América Latina estaban mejor preparados que en crisis anteriores, con mayores ingresos fiscales. Aun así, cabe destacar que la mayor parte de estos ingresos fiscales en la región se deben a la explotación de recursos naturales cuyos precios estuvieron en aumento en los últimos años, sin embargo, esta posición fiscal conlleva un mayor riesgo ya que los ingresos fiscales se ven directamente afectados por variaciones de los precios internacionales de las materias primas generando inestabilidad de los recursos fiscales para responder a eventuales shocks. A pesar del fuerte componente de riesgo de los ingresos fiscales, se observa que la deuda pública ha perdido peso como factor de riesgo (véase gráfico N°11), esto debido a los incrementos de los ingresos fiscales experimentados en los últimos años.

Por lo tanto, si bien en la América Latina el nivel de endeudamiento fiscal ha bajado considerablemente debido a un alza en sus ingresos en los últimos años aun existe un fuerte componente de riesgo al ligar gran parte de los ingresos fiscales a la extracción de materias primas, lo cual es signo de inestabilidad fiscal en la región. En cuanto al impacto financiero, con la crisis financiera puso a prueba la calidad y funcionamiento de las instituciones financieras a lo largo del mundo, en América Latina no fue la excepción de un mal resultado general en cuanto a temas de regulación e inestabilidad, el caso de Chile destaca en la región en materia regulatoria en instituciones financieras debido a las anteriores experiencias de la crisis asiática en el año 1998. Sin embargo en general la fuerte inestabilidad financiera se acrecentó en la región por la posición externa neta en el sistema financiero (véase Gráfico N° 3 pagina 5 de este documento), dejando vulnerable a las instituciones financieras de la región lo cual genera un impacto macroeconómico, es decir, la inestabilidad financiera se traduce en impactos macroeconómicos para la región. De manera simple esto se puede observar en la contracción del crédito otorgado por las instituciones financieras, con lo cual las empresas tienen un menor financiamiento y a la vez menor capacidad de cumplir con sus obligaciones, a la vez, las condiciones internacionales no favorecen esa situación ya que los terminos de intercambio han disminuido desde el año 2008 lo cual ha generado una disminución de las exportaciones de la región, lo cual como ya se menciono representan una parte importante de los ingresos afectando así al sector real de la economía, lo cual se observa en las bajas tasas de crecimiento económico de la región.



➔ Grafico crecimiento económico de la región y varios.

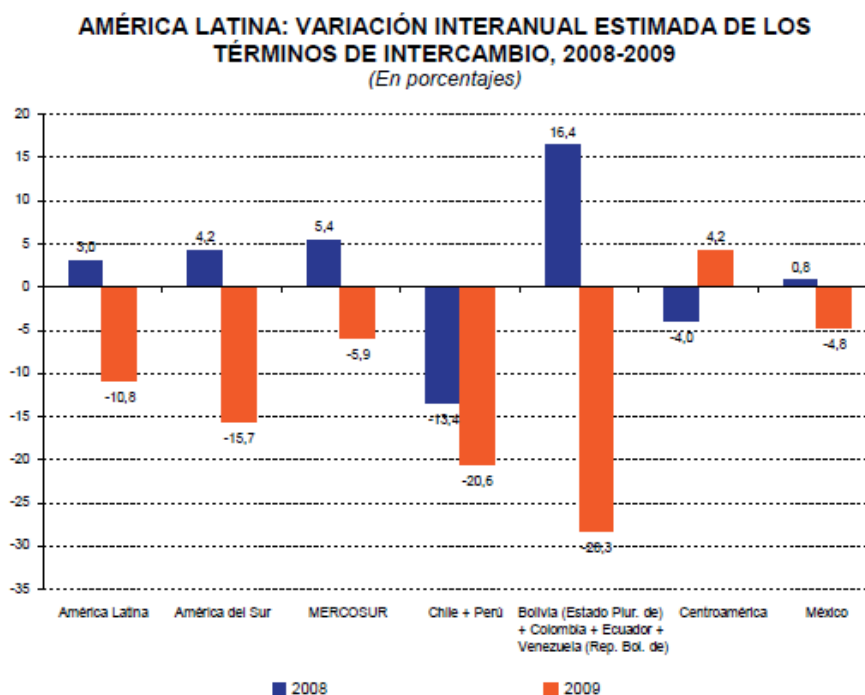
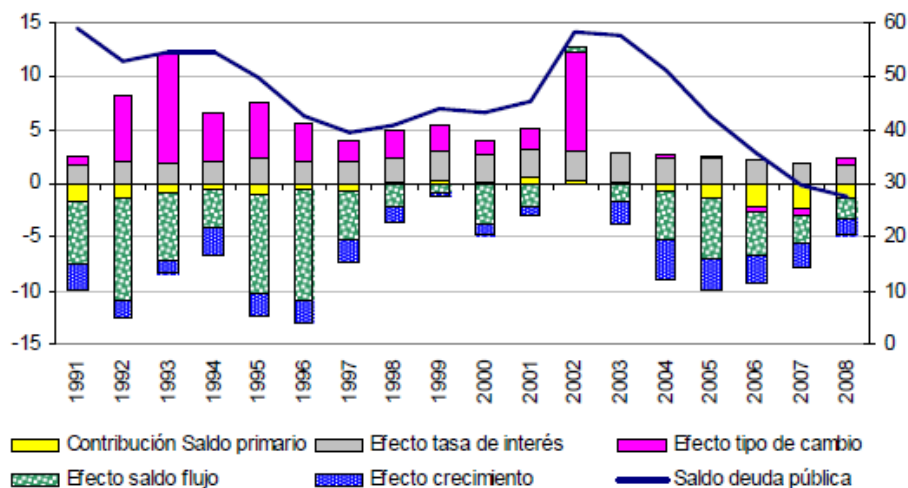


Gráfico N° 11

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Jiménez et al (2009); "Políticas Macroeconómicas en tiempos de Crisis: Opciones y Perspectivas" CEPAL



ANEXO N° 1

POLÍTICA FISCAL PARA LA CRISIS: MEDIDAS RELACIONADAS CON LOS RECURSOS FISCALES

Medidas	Ventajas	Desventajas
1. Reducción transitoria de las tasas del impuesto al consumo.	Aumenta el poder de compra de las familias y, al bajar el precio actual de los bienes, estimula el consumo corriente en comparación con el consumo futuro. En términos relativos, favorece más a los quintiles de más bajos ingresos.	No es un beneficio focalizado como otras opciones de política. El beneficio no siempre puede llegar a los consumidores. En un ambiente de incertidumbre y crisis de confianza, tal vez no constituye un estímulo suficiente para aumentar el consumo.
2. Devolución de impuestos de suma fija a determinados sectores y aumento transitorio de los créditos del impuesto a los ingresos, sea las tasas aplicadas o los montos máximos otorgados.	Pueden orientarse adecuadamente a los sectores de bajos ingresos o de consumidores que tienen restricciones crediticias. Pueden implementarse rápidamente. Tienen efectos transitorios.	Tal vez no sean eficaces si prevalecen los motivos de ahorro. Pueden no resultar eficaces en el caso de las familias de alto nivel de endeudamiento, ya que preferirán aumentar el ahorro más que el consumo en anticipación de una caída de la actividad económica.
3. Reducción transitoria de las contribuciones a los seguros de desempleo.	Se orienta al aumento del empleo mediante la reducción de costos para el empleador. Puede implementarse rápidamente.	Puede no ser eficaz si se piensa que las perspectivas económicas son poco favorables. No existen muchas evidencias de que la medida efectivamente influya en las decisiones de los empleadores. Mientras que algunos propician una reducción de carácter transitorio de las contribuciones a la seguridad social, se corre el riesgo de que más tarde no se invierta la suspensión de ellas y que se debilite el financiamiento de la seguridad social.
4. Flexibilización de las reglas para determinar las pérdidas impositivas de los bancos y las empresas.	Genera incentivos a la fusión y absorción de empresas con problemas por parte de otras cuya posición es más sólida. Permite un tratamiento más simétrico entre las utilidades y las pérdidas. Está orientada a restablecer la confianza en los sectores bancarios y empresas con problemas. Es una manera de asegurar una mejor gestión de las empresas de baja rentabilidad.	Las empresas fusionadas pueden liquidarse o descontinuarse después que este proceso tenga lugar. Mientras que esta situación puede evitarse mediante normas estrictas, es posible que ellas sean difíciles de implementar.
5. Ajuste de las normas sobre anticipos a fin de establecerlas tomando en consideración los ingresos futuros y las normas en materia de traspaso de las pérdidas.	Permite a las empresas un mejor manejo de sus flujos de caja y un tratamiento más simétrico entre utilidades y pérdidas.	Las empresas pueden subdeclarar la evolución futura. No está claro que en el contexto actual estas medidas puedan contribuir a mantener la demanda agregada.

(continúa)



	Medidas	Ventajas	Desventajas
6.	Reducción de las tasas del impuesto a la renta de las sociedades, los dividendos, las tasas de las ganancias de capital o la aplicación de normas especiales de estímulo tales como la depreciación acelerada.	No se observan ventajas. Medida no recomendable.	No son eficaces, dado que las utilidades de las empresas son bajas y muchas pueden tener problemas impositivos. La reducción de las tasas y los estímulos otorgados tal vez sean difíciles de invertir en el futuro.
7.	Amnistías, moratorias o exenciones transitorias a las empresas en problemas.	No se observan ventajas. Medida no recomendable.	Son altamente distorsionadoras. Implican un tratamiento desigual de las distintas actividades económicas. Afectan la moral del contribuyente. Conducen a una carrera hacia el otorgamiento de subsidios. Son ineficaces ante la existencia de un sistema bien estructurado de anticipos y tratamiento futuro de las pérdidas.
8.	Aplicación de normas compensatorias de la situación pasada.	No se observan ventajas. Medida no recomendable.	La posibilidad de compensar los problemas corrientes con utilidades de períodos anteriores o de recibir una devolución de los impuestos pagados no solo son ineficaces en el comportamiento futuro, sino también altamente distorsionadoras.
9.	Cambios impositivos que contribuyan a incrementar las distorsiones existentes.	No se observan ventajas. Medida no recomendable.	El aumento de los aranceles, por ejemplo, es distorsionador y posiblemente muy ineficaz.
10.	Medidas orientadas a impulsar los mercados financieros y los precios.	No se observan ventajas. Medida no recomendable.	Medidas como la reducción del impuesto a las ganancias de capital son distorsionadoras y pueden estimular el fraude al hacer aparecer los ingresos regulares como ganancias de capital a fin de bajar la carga impositiva.

Fuente: Osvaldo Kacef, Juan Pablo Jiménez; "Políticas Macroeconómicas en tiempos de Crisis: opciones y perspectivas" 2009