

Panorama Internacional



MINISTERIO DE ECONOMÍA
Y FINANZAS PÚBLICAS
Secretaría de Política Económica
Subsecretaría
de Programación Económica
Dirección Nacional
de Programación Macroeconómica

Nota Técnica N° 5

Modelo De Desarrollo e Impacto de la Crisis Financiera Internacional

Participaron en la elaboración de esta
Nota Técnica, Pablo Mira,
Esteban Kiper, y Sebastián Valdecantos
Dirección de Información y Coyuntura

Nota Técnica correspondiente
al Informe Económico N° 66
del Segundo Trimestre de 2008.

Modelo de Desarrollo e Impacto de la Crisis Financiera Internacional

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica :Esteban Kiper, Pablo Mira, y Sebastián Valdecantos

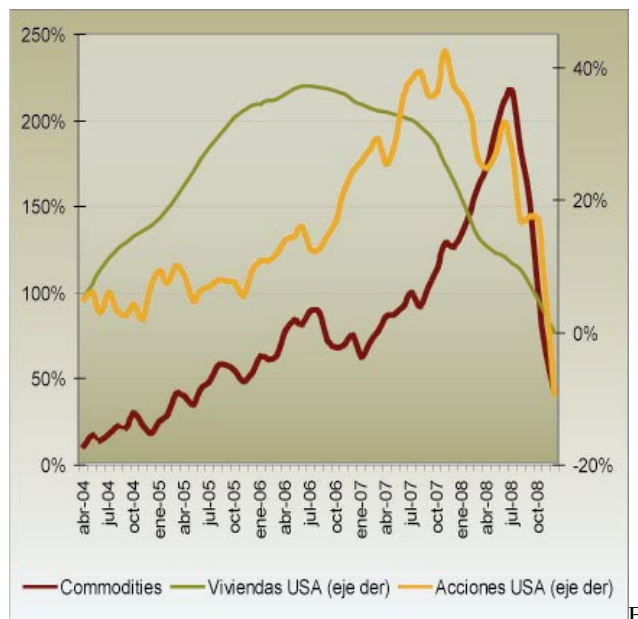
1. Estallido de la Crisis

El último ciclo expansivo de la economía mundial estuvo caracterizado por un exceso de liquidez que se canalizó hacia diversos mercados generando burbujas de activos financieros y reales. El sector inmobiliario, el de instrumentos de renta variable y el de *commodities* fueron los destinos preferidos de los inversores, y los que presentaron mayores incrementos en sus precios.

Gráfico 1

Indicadores Nominales

Variación acumulada desde enero de 2004



Fuente: Bloomberg

Desde mediados de 2006 las percepciones de que el ciclo alcista en el mercado inmobiliario

norteamericano estaba llegando a su techo comenzaron a materializarse en tasas de crecimiento

de los precios cada vez más moderadas. El fin del ciclo al alza significó, a principios de 2007, que algunas de las entidades financieras más importantes de Estados Unidos experimentaran grandes pérdidas, al no poder hacer frente a sus obligaciones ligadas a la emisión de instrumentos derivados de hipotecas de baja calidad. Esto dio origen a la llamada Crisis Subprime, y significó el inicio del proceso recesivo en el cual se embarcaba la economía global.

Las tensiones continuaron durante el presente año, y resultaron vanas las inéditas inyecciones de liquidez por parte de los Bancos Centrales más importantes, algunos rescates a gigantes inmobiliarios como los casos de Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos, e intervenciones más ligadas al sistema financiero en general, como el caso de la nacionalización de Northern Rock en Gran Bretaña. Hacia mediados de 2008 se hizo evidente que la crisis excedía el dominio del sector inmobiliario. Cuando el 15 de septiembre Lehman Brothers se declaró en quiebra frente a la inacción del gobierno de Bush, las bolsas de todo el mundo experimentaron un colapso que dio comienzo a la que hasta hoy se presenta como la crisis más grave en los últimos 80 años.

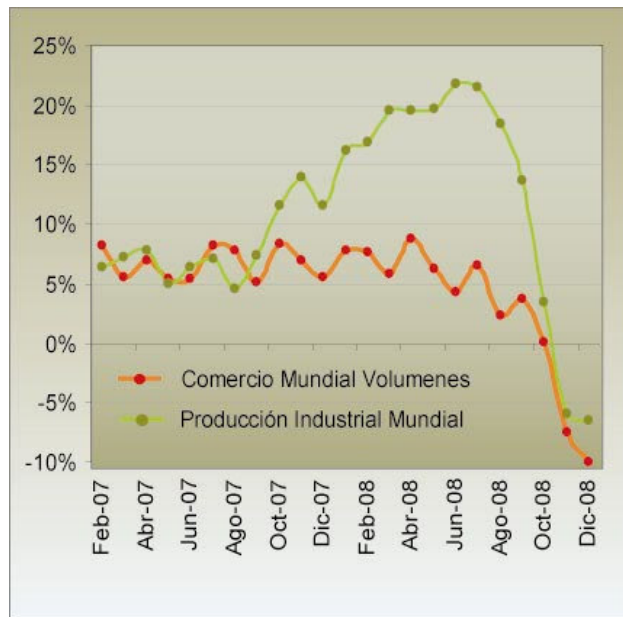
En el Gráfico 1 puede observarse la magnitud de la implosión de las burbujas de los principales activos. En IV.08 el Dow Jones cayó -27% trimestral y el índice general de commodities se redujo en un -44%, mientras que la corrección en el mercado hipotecario, si bien fue más suave, también fue más extendida en el tiempo (el índice Case-Shiller cayó -6% trimestral en IV.08).

El fin de las burbujas vino acompañado por un fuerte impacto sobre las variables reales a nivel global. Como se observa en el Gráfico N°2, tanto la producción industrial como el comercio inter-

nacional, que venían creciendo regularmente a tasas promedio cercanas al 7% anual, revirtieron drásticamente su trayectoria desde la irrupción de la crisis. La producción industrial pasó a decrecer a un ritmo del -8% anual en diciembre de 2008, mientras que en el mismo mes los flujos de comercio internacional estaban retrocediendo a una tasa de -10% anual. En términos de precios el panorama se presenta aun peor, dado que la contracción era de -13%. Esto se debe justamente a la explosión de la burbuja de los *commodities* mencionada anteriormente.

Gráfico 2
Indicadores Reales

Variación anual en porcentaje



F

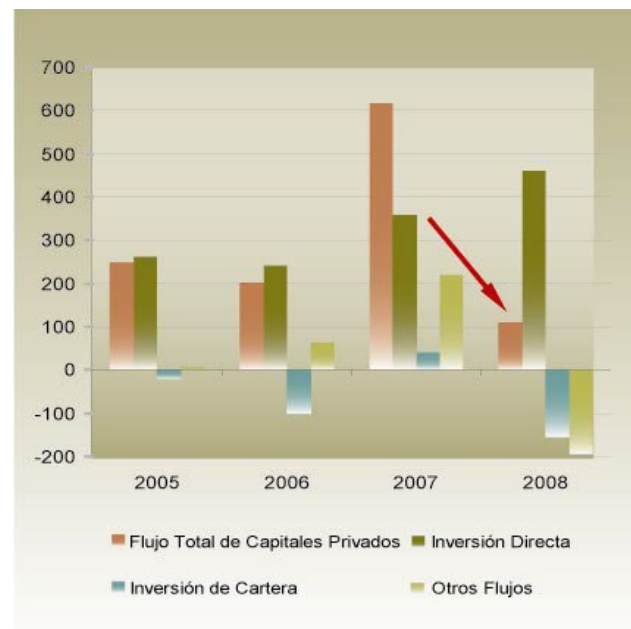
Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

2. Canales de Transmisión de la Crisis

El estallido de la crisis, con epicentro en Estados Unidos, se filtró hacia el resto del globo fundamentalmente por dos vías: la financiera y la real. El canal financiero operó por un lado a través de la pérdida de valor de los activos financieros en todos los mercados de capitales del mundo, desatando efectos riqueza negativos y problemas de financiamiento fundamentalmente en el sector privado. Asociado a este fenómeno, y frente al

pánico experimentado en los mercados financieros, los inversores emprendieron una “fuga hacia la calidad”, que consistió en modificar sus portafolios ampliando la composición de bonos del tesoro norteamericano, considerados paradójicamente como activos “libres de riesgo”. Durante 2008, el stock de *Treasuries* en posesión del resto del mundo aumentó US\$ 700.000 millones. Un buen indicador de esta conducta puede observarse en la evolución del dólar, dado que para materializar la compra de *Treasuries* los inversores deben previamente adquirir la moneda norteamericana. Mientras que a lo largo del año el dólar venía perdiendo valor frente al euro (el 1 de enero se intercambiaba US\$ 1 por € 0,68 y a mediados de año la relación era US\$ 1 por € 0,62), luego del estallido de la crisis se observó un cambio en el ciclo: el dólar comenzó a apreciarse y cerró el año 4,4% por encima (es decir, fortalecido) intercambiándose a US\$ 1 por € 0,72. Una contraparte de la fuga al dólar fue la devaluación de las monedas de varios países emergentes: el real sufrió

Gráfico 3
Flujos de capitales hacia los países emergentes
En miles de millones de dólares



Fuente: FMI

una depreciación del 50%, el peso mejicano una caída del 39%, y el rublo una pérdida del 15%, China a pesar de la retracción del comercio, mantuvo su régimen de paridad fija con respecto al dólar sin comprometer su stock de reservas, que se incrementó en US\$ 420.000 millones en el transcurso de 2008.

Este “vuelo hacia la calidad”, además de propiciar un aumento en la volatilidad cambiaria, generó iliquidez en los mercados internacionales de crédito. La escasez de liquidez afectó con mayor intensidad a los países emergentes, comprometiéndolo el financiamiento del sector privado y con él el dinamismo de la demanda agregada.

Lo que nos lleva al canal real de transmisión de la crisis, que operó mediante el enfriamiento de los flujos de comercio internacional, y afectó fundamentalmente a los países cuyo crecimiento depende de estos flujos, sea porque poseen una estrategia de crecimiento liderada por las exportaciones o porque dependen de los precios de los *commodities*. La retracción del comercio no afectó por igual a todos los rubros del comercio exterior. Los sectores más afectados fueron el automotriz (-29,5% anual), el de combustibles (-17,1% anual), el metalúrgico (-15,4% anual) y el de metalmecánica para bienes de consumo (-16,8% anual). Cada uno de estos sectores explica un 10% del comercio total de bienes. Hubieron otras ramas como madera y derivados (-18,4% anual), caucho y plástico (-17,1% anual), metalmecánica para bienes informáticos (-17,1%) y metalmecánica para bienes intermedios (-29,1%) que también sufrieron fuertes contracciones, pero su participación relativa en el comercio total es menor¹.

3. Modelo de Desarrollo e Impacto Regional de la Crisis

La intensidad con la que la crisis, a través de los canales financiero y real, golpeó a cada uno de los países del globo estuvo determinada por el

¹ Para el análisis sectorial se construyó una muestra de datos correspondientes al G3, que representa el 72% del comercio internacional total y explica el 78% del crecimiento experimentado entre 2000 y 2007.

modelo de inserción internacional, el patrón de crecimiento, la estructura productiva, los motores de expansión de la demanda agregada, entre otros aspectos específicos de cada economía. En este apartado se analiza el impacto de la crisis en cuatro grupos de países, que se agruparon en función de algunas similitudes en su patrón de desarrollo. El primer grupo está constituido por los principales países/regiones desarrollados: Estados Unidos, la Unión Europea y Japón. El segundo grupo lo integran China e India, países que adoptaron un modelo de crecimiento guiado por las exportaciones de bienes industriales. El tercer grupo lo conforman los países latinoamericanos, que si bien presentan diferencias entre sí, guardan una importante similitud: sus exportaciones de materias primas tienen un peso significativo en su comercio exterior. El último grupo incluye a los países bálticos y del centro de Europa, recientemente integrados a la Unión Europea, que llevaron a cabo un proceso de liberalización y apertura de sus mercados que derivaron en elevados y persistentes déficits en cuenta corriente.

3a. Crecimiento y Burbujas de Activos: Estados Unidos, Europa y Japón

Como se desarrollara en el IET de II.08, el ciclo de crecimiento reciente en EEUU estuvo basado en un fuerte endeudamiento y en la generación y sostenimiento de burbujas de activos (inmobiliario, acciones, etc.). En Europa y Japón, aunque con otra dimensión, también se observaron subas en el mercado inmobiliario y en las bolsas de valores poco relacionadas con la evolución de los *fundamentals*. El endeudamiento y los efectos riqueza positivos estimularon el consumo privado en un contexto de estancamiento de los salarios reales; y el consumo, las crecientes posibilidades de endeudamiento y ganancias de capital, y la reducción de los costos salariales impulsaron la expansión del sector corporativo. Con el advenimiento de la crisis, las burbujas de activos se evaporaron: durante IV.08 en Estados Unidos, el índice S&P 500 se redujo un -31%, en Alemania el índice DAX disminuyó -33%, en Francia el índice CAC cayó un -35%, en el Reino Unido el índice FTE se desmoronó un -40% y en Japón el

índice Nikkei disminuyó -20%. Fue la señal de que el ciclo de crecimiento de estos países había encontrado un límite abrupto. El efecto riqueza negativo en Estados Unidos, epicentro de la crisis, fue estimado en US\$ 14 billones, el equivalente a un PIB nominal del año 2008.

La destrucción de riqueza financiera y la iliquidez en los mercados de crédito tuvo un impacto importante sobre el consumo, pero aún más intenso sobre la inversión. En el Gráfico 4 se observa que en Estados Unidos la retracción de estas variables fue mayor que en la Eurozona y Japón, que ya venían acumulando variaciones negativas en la inversión. La caída en las exportaciones significaron un impacto mayor en Japón, donde la estructura de crecimiento está más ligada al sector externo. Estados Unidos y la Eurozona (excluyendo Alemania), muestran en cambio un perfil exportador más débil, con lo cual el enfriamiento de los flujos de comercio internacional fue más tenue.

Gráfico 4
Impacto por componente de la Demanda Agregada, Cuarto Trimestre de 2008
 Variación anual en porcentaje



Fuente: Bloomberg

La respuesta desde el frente fiscal en Estados Unidos y la Eurozona fue claramente contracíclica. En el primer caso, el gasto público registró un

crecimiento del 3% anual cuando el promedio de los últimos años era de 2%; en el segundo caso se observó un crecimiento del 5% cuando el promedio de los últimos años era de 4,4%.

Frente a una expectativa de contracción del gasto privado y de las exportaciones, las empresas vinculadas a la producción de bienes durables reaccionaron recortando rápidamente su producción. La producción industrial en IV.08 cayó -6,7% anual en Estados Unidos, -9,5% en la Eurozona, -15% en Japón y -8% en el Reino Unido. Como resultado, la utilización de la capacidad instalada en Estados Unidos se redujo desde el 80,5% a principios de año a 72,7% recientemente, mientras que en la Eurozona este indicador se ubica en 81,5% en comparación con el 84,0% de principios de año. En IV.08 Estados Unidos registró una contracción del PBI del -1,9% anual, la Eurozona de -1,8% y Japón de -4,3%. En este último caso, sin embargo, deba aclararse que el país había ingresado en un proceso recesivo con anterioridad al estallido de la crisis.

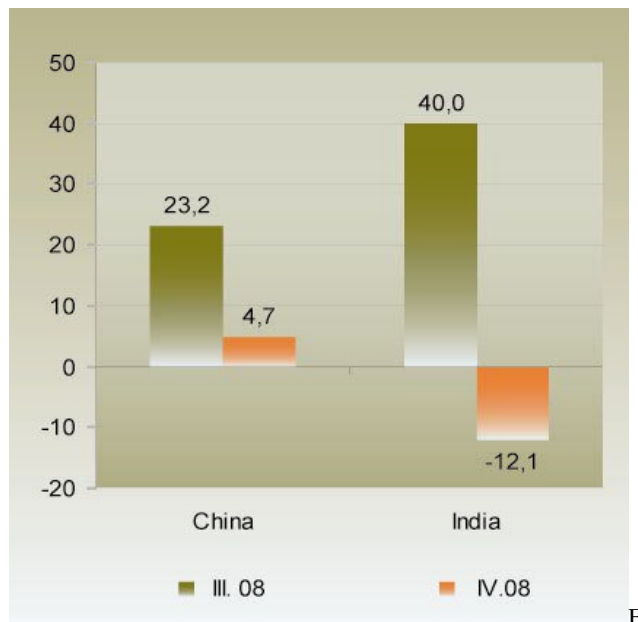
La recesión se trasladó al empleo. En Estados Unidos se produjo un incremento de 1pp en el desempleo, para cerrar el año en 7,2%. En la Eurozona y el Reino Unido se registraron aumentos de 0,5pp, dejando a la tasa en niveles de 8,2% y 6,2%, respectivamente; y en Japón se observó un alza de 0,3pp, lo que dejó al desempleo en el 4,3%.

3.b Grandes Exportadores Industriales: China e India

China e India en conjunto explican el 77% del producto de Asia. Estos países se caracterizaron por poseer una estrategia de crecimiento liderado por las exportaciones. De hecho, en China éstas representan el 33% del PBI, pero hay países como Hong Kong donde este ratio supera el 150%. Si bien diferencia de lo ocurrido en América Latina en los últimos cincuenta años esta estrategia de crecimiento económico evita la aparición sistemática de estrangulamientos en su sector externo, el elevado componente exportable significa una mayor vulnerabilidad a los shocks externos de naturaleza real. En el Gráfico 5 se puede apre-

ciar la magnitud con la que el canal de transmisión del comercio internacional afectó a estos países. En tan solo un trimestre, las exportaciones redujeron su tasa de crecimiento en 18pp en China y en 52pp en India.

Gráfico 5
El impacto sobre las Exportaciones
Variación anual en porcentaje



Fuente: Bloomberg

Pese a un menor grado de integración en los mercados financieros internacionales, estos países también sufrieron una fuerte caída en sus mercados de valores. En China la bolsa se contrajo -35% trimestral y en India -25%. Pese a esto Asia emergente no sufrió depreciaciones de las monedas ni pérdidas de reservas internacionales. El yuan chino mantuvo una paridad fija con el dólar de US\$ 6,83 y durante IV.08 el país acumuló reservas por US\$ 40.000 millones, alcanzando un nivel de US\$ 1,95 billones. En India, la rupia se depreció apenas un 4%.

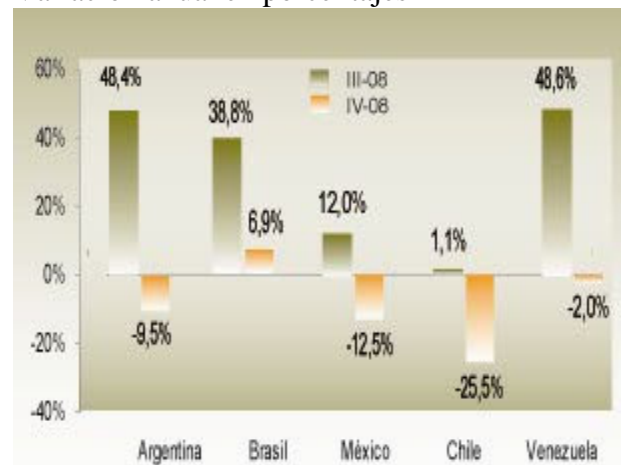
El impacto sobre la producción, sin embargo, se hizo sentir: en IV.08 el PIB de China, luego de crecer un 9,0% en III.08, avanzó 6,8% (y cerró 2008 con un crecimiento de 9%). India, que en III.08 había crecido 7,7%, se expandió un 5,8% (y completó 2008 con un crecimiento de 7,5%). La merma de los flujos de comercio

internacional tuvo sus mayores efectos sobre la producción industrial, pero la caída no repercutió sobre el desempleo. En IV.08 la producción industrial china exhibió un retroceso del -24% anual, pese a lo cual la tasa de desempleo creció apenas 0,2pp. para ubicarse en 4,2%. El enfriamiento de la demanda mundial también se reflejó en los precios. Durante el último año, el gigante asiático venía experimentando tasas de inflación superiores al 8% anual, pero en diciembre la suba de precios se desaceleró a 1,2% anual.

3.c Los Exportadores de Commodities: América Latina

La mayoría de los países de América Latina exhibieron hasta mediados de 2008 un elevado crecimiento en un contexto de elevados precios internacionales de los *commodities*. Con la brusca caída de precios, su situación externa se vio amenazada. México y Venezuela, que tienen una estructura exportadora ligada al precio del petróleo (en México representan un 15% del total de las mismas y en Venezuela el 66%), vieron caer a esta variable en un -69% durante el segundo semestre de 2008, lo que se tradujo

Gráfico 6
La caída de las Exportaciones
Variación anual en porcentajes



Fuente: Bloomberg

en una caída de las exportaciones totales en IV.08 de -12,5% anual en México y de -2% en Venezuela. En Chile, donde el 49% de las exportaciones están constituidas por cobre, las exportacio-

nes totales se redujeron un -25,5% a consecuencia de una caída de -63% en el precio del metal. En el Gráfico N° 6 observamos la fuerte contracción de las exportaciones de la región durante IV.08.

Durante el último ciclo expansivo la mayoría de los países de la región crecieron con superávit de cuenta corriente, con la excepción de México y Colombia, sostenido gracias a un saldo comercial positivo asociado en parte a la suba del precio de los *commodities*. Frente al giro brusco observado en los precios, a lo que se suma una fuerte salida de capitales, la inversión observó una marcada reducción. Del lado financiero, los problemas externos significaron algunas correcciones cambiarias. En efecto, durante IV.08, las monedas de Argentina, Brasil, México y Chile sufrieron depreciaciones del 10%, 21%, 25% y 15%, respectivamente. En los casos de Argentina, Brasil y Chile los Bancos Centrales intervinieron en el mercado vendiendo parte de sus reservas en dólares.

En estos países, las repercusiones reales no fueron tan graves como las observadas en los países desarrollados. En Argentina, la producción industrial cayó -1% anual en IV.08, en México -4%, en Chile -3% y en Brasil -7%. La contracción en la industria tuvo un impacto moderado sobre el mercado de trabajo. Hasta el momento, la tasa de desempleo en Argentina se mantuvo invariante en el nivel de 7,8%, y en Brasil y Chile se observaron incluso reducciones de 0,9pp y 0,3pp, respectivamente. Al finalizar IV.08, la tasa de desempleo se hallaba en 6,8% en Brasil y en 7,5% en Chile. Por otra parte, en México se verificó un alza de 0,7pp para cerrar el año en 4,8%. Debe notarse, sin embargo, que los efectos sobre el empleo pueden actuar con algún retraso, debido a la natural reacción de las firmas en el corto plazo de reducir horas trabajadas antes que la cantidad de trabajadores.

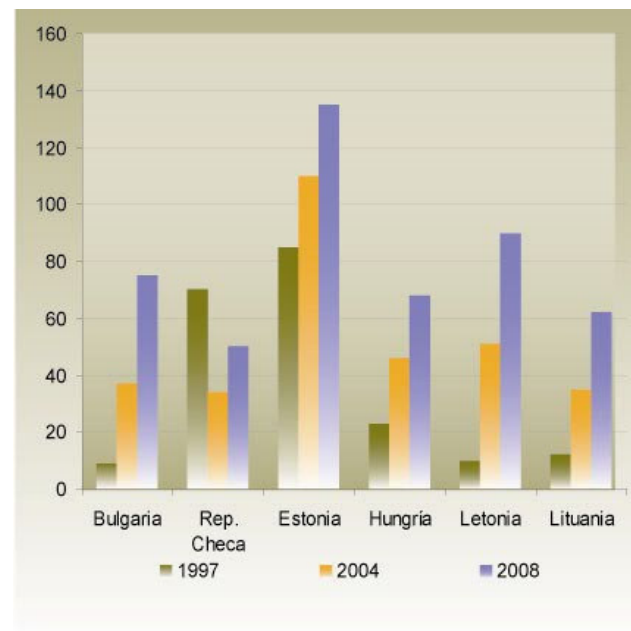
3.d Liberalización e Integración: los Países Bálticos y del Centro de Europa

La crisis tomó en una situación de extrema vulnerabilidad a los países bálticos y del centro de Europa, que habían llevado a cabo durante la transi-

ción hacia su incorporación a la Unión Europea un proceso de liberalización económica y financiera acompañada por un régimen de tipo de cambio fijo, ambos requerimientos para su integración a la región.

En los primeros años, estos países experimentaron un elevado crecimiento. El ciclo positivo que atravesaron los países del centro y este europeo fue sostenido sobre cuatro pilares: altos flujos de

Gráfico 7
Crédito privado
Porcentaje del PBI



Fuente: BCE

IED, bajos *spreads* de tasas de interés con respecto a los países centrales, la elevada demanda tanto interna como externa, y la amplia disponibilidad de crédito en los mercados internacionales. Muchos de estos países establecieron regímenes de tipo de cambio fijo sobrevaluados, que ayudaron a estimular, mediante el ingreso de capitales y el consabido aumento del crédito, la demanda interna privada. Estos esquemas cambiarios formaban parte de las condiciones de convergencia macroeconómica a la Eurozona, materializadas a través de los acuerdos de Maastricht. La reducción del riesgo soberano en estos países más un contexto internacional de elevada liquidez generaron un abundante flujo de capitales. De esta manera se financiaron buena parte de las altas tasas de cre-

cimiento, pero también las burbujas en el sector inmobiliario y en los mercados de renta variable. Como consecuencia de los esquemas de tipo de cambio bajo se registró un abultado déficit de cuenta corriente registrado en 2008, equivalente al 8% del PIB de la región, luego de acumularse 14 años consecutivos de déficits.

El gráfico 7 refleja la importancia que el crédito internacional jugó en el ciclo de crecimiento de los países del centro y este europeo. En la mayoría de los casos, se observa un patrón común que consistió en un aumento de la disponibilidad de crédito que permitió que países como Estonia, Letonia y Lituania, sin una estructura económica robusta, lograran crecer a un ritmo promedio del 8,4%, 8,8% y 7,5%, respectivamente durante la presente década. Es importante remarcar el rol que ocupó la IED en estos países, donde no existen grandes burguesías locales capaces de afrontar las inversiones necesarias para asegurar la suficiente formación de capital interna para el crecimiento. En este sentido, mientras que los flujos de IED que ingresaron a la región equivalían al 3% del PIB, en 2007 éstos superaban el 9%.

A partir de 2008, estas economías sufrieron drásticas recesiones. Estonia decreció -3,5%, Letonia -4,6%, mientras que Lituania creció 3%, cinco puntos porcentuales por debajo de la

tasa promedio exhibida en la década. La crisis encuentra entonces en condiciones de alta fragilidad a estos países, y con limitadas herramientas para enfrentarla. Concretamente, no se espera que el elevado nivel de endeudamiento que caracteriza a estas economías hoy les permita actuar contracíclicamente, ni que un mundo con bajos niveles de liquidez actúe por la vía del financiamiento para contrapesar la caída de la demanda externa. De hecho, en IV.08 se sufrieron fuertes contracciones que evidencian esta situación: el PIB de Estonia cayó -9,8% anual y el de Letonia -10,7%, siendo el caso de Lituania el único que mostró una contracción más moderada (-1,3%). De hecho, para el año 2009 se espera el gran impacto

de la crisis, con las tres economías cayendo a tasas del -15% anual.

4 Conclusiones

Si bien la crisis económica actual se gestó a lo largo de toda la década y sufrió su primer estallido a mediados del año pasado, fue en septiembre de este año cuando, con la caída de Lehman Brothers, se produjo la gran explosión a escala mundial. El desplome de los precios de los activos que protagonizaron la burbuja afectó fundamentalmente a Estados Unidos, donde los habitantes suelen materializar sus decisiones de ahorro justamente en activos financieros. El resto del mundo fue afectado fundamentalmente a través de dos canales: uno real (a través del comercio internacional) y otro financiero (como consecuencia de la sequía en los mercados internacionales de crédito). En los países centrales, los componentes de la demanda agregada que mayores caídas sufrieron fueron las exportaciones y la inversión.

La crisis impactó de manera diferencial a los países, lo que puede ser asimilado a las características específicas de los modelos de desarrollo de cada región. Los países desarrollados, cuyo crecimiento fue estimulado al menos en parte por las burbujas financieras e inmobiliarias, ingresaron en una severa recesión. Los países endeudados pero menos desarrollados (bálticos y este europeo), sufrieron más aún y teniendo en cuenta su falta de poder de fuego en términos de política económica, podrían enfrentar un deterioro aun mayor. En el grupo de los países superavitarios (Asia y América Latina), se observan efectos también diferentes. Asia, con exportaciones diversificadas, parece haber sido la región menos afectada por la crisis; mientras que los países de América Latina, cuyas ventas al exterior dependen mucho más de los precios de los *commodities*, experimentaron problemas algo mayores, aunque todavía no se observan efectos considerables sobre el nivel de empleo.