

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



**Crisis de Confianza Global:  
El Valor de Esperar y las Fallas de Coordinación Una Vez Más**

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile

N.º 31 - Junio 2009

**ECONOMIC POLICY PAPERS  
CENTRAL BANK OF CHILE**



## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

### **CENTRAL BANK OF CHILE**

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile  
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile  
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile  
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

## **Crisis de Confianza Global:**

### **El Valor de Esperar y las Fallas de Coordinación Una Vez Más**

#### **Resumen**

Un aspecto central de la recesión actual global es la crisis de confianza, entendida como un empeoramiento de las expectativas y el aumento de la incertidumbre. Este documento explica la sincronía y severidad de la crisis utilizando un modelo que permite la existencia de equilibrios múltiples, fallas de coordinación y un efecto de la incertidumbre en la toma de decisiones. En este tipo de modelo, que incluye incertidumbre e irreversibilidades, la decisión no solo es sobre gastar o no, sino que también existe la opción de esperar. Así, ante un shock de incertidumbre común para todos, consumidores y empresas paralizan sus gastos, generando un colapso en la demanda. Este tipo de modelo es coherente con hechos de la coyuntura actual: La sincronía de la crisis es inédita, la incertidumbre y la desconfianza global fueron particularmente agudas hacia fines del año pasado y la severa caída de la demanda se concentró particularmente en bienes durables.

# CRISIS DE CONFIANZA GLOBAL: EL VALOR DE ESPERAR Y LAS FALLAS DE COORDINACIÓN UNA VEZ MÁS

José De Gregorio\*  
Presidente  
Banco Central de Chile  
Junio 2009

*“When, as today, the unknown unknowns dominate, and the economic environment is so complex as to appear nearly incomprehensible, the result is extreme prudence, if not outright paralysis, on the part of investors, consumers and firms. And this behaviour, in turn, feeds the crisis.” (Blanchard, 2009).*

Quisiera comenzar agradeciendo la invitación a inaugurar el año académico de la Escuela de Postgrado de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. La mayor parte de mis presentaciones las realizo ante un público mayormente interesado en conocer la opinión del Banco respecto de la situación económica, por lo que mis exposiciones se centran, en buena medida, en la coyuntura nacional e internacional y sus perspectivas. En esta oportunidad, aprovechando el ambiente académico en que nos encontramos y la libertad que tengo para elegir el tema, quisiera referirme a un aspecto central de la actual crisis global, el cual es la crisis de confianza, revisando algunos conceptos claves para entender lo que está pasando en la coyuntura económica global.

La pregunta que surge como evidente es ¿cuál fue el ingrediente que llevó a que los sucesos financieros de mediados de septiembre del 2008 derivaran en la situación en que nos encontramos? El mundo desarrollado entró en una severa recesión, la actividad cayó simultáneamente en la gran mayoría de las economías. La crisis se esparció por el mundo como un virus, con una fuerza y rapidez que nunca antes habíamos visto y, por supuesto, que tampoco nadie fue capaz de anticipar. No hizo distinciones sobre las fortalezas o debilidades de las economías (Gráfico 1).

¿Qué pasó? ¿Por qué no hubo diferenciación? ¿Cómo fue posible un contagio tan masivo? ¿Por qué fue tan sincronizada? Son todas preguntas muy relevantes a la hora de entender cómo se transmitió la crisis y cómo saldremos de ella. Si hay algo que resulta difícil de explicar es la fuerza de su impacto. En Chile, tanto la evolución que traía el ciclo económico interno como el análisis de los canales tradicionales de transmisión de una crisis externa, es decir los financieros y comerciales, no son capaces de explicar enteramente lo que pasó (De Gregorio, 2009).

La hipótesis que por ahora parece tener más sustento es que un deterioro de la confianza global, entendida como un empeoramiento de las expectativas y el aumento de la

---

\* Preparado para la charla inaugural del año académico de la Escuela de Postgrado de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. Deseo agradecer a Pablo García y Enrique Orellana por sus valiosos aportes y comentarios.

incertidumbre en todo el mundo, ha amplificado la respuesta frente al impacto inicial, llevándonos a una crisis más aguda y sincronizada de lo que en un principio pudiéramos haber esperado.

Estudiar relaciones históricas entre los datos es útil si los ciclos y patrones tienden a repetirse regularmente. Pero en la actual crisis, que no tiene precedentes en muchas décadas, mirar simples correlaciones basadas en períodos normales puede ser muy equívoco. Desde mi punto de vista, intentar comprender conceptualmente lo que está pasando es más importante hoy para poder analizar las perspectivas de la economía y extraer conclusiones de política.

Para abordar este tema usaré algunas ideas básicas de economía que nos permitirán entender la sincronía y severidad de la crisis actual. Ellas han estado presentes por muchos años en la profesión y hoy son de una gran relevancia. La primera se refiere a la existencia de equilibrios múltiples y al efecto de las fallas de coordinación. La segunda, al efecto de la incertidumbre en la toma de decisiones económicas. Estos dos elementos permiten entender cómo la crisis de confianza que golpeó al mundo, agudizó la contracción de la actividad, afectando en particular la demanda de bienes industriales. En la próxima sección describiré las ideas principales que permiten entender el impacto de la crisis de confianza para luego analizar la coyuntura internacional en la siguiente.

### **Algunas Ideas Básicas**

El objetivo aquí es dar cuenta de las ideas básicas detrás de las fallas de coordinación y equilibrios múltiples y el efecto de la incertidumbre sobre la demanda agregada.

#### *Las fallas de coordinación*

Consideremos una economía muy simple<sup>1</sup>, donde existe un gran número de consumidores. Cada uno de ellos demanda  $D$  unidades de un bien industrial, que podemos pensar es un bien durable (auto, casa, línea blanca, electrónica, etc.). También podríamos pensar en bienes durables demandados por las empresas cuando invierten (maquinarias y equipos, bodegas, plantas, etc.).

La demanda de los consumidores y empresas es función de sus expectativas de ingresos futuros, que está directamente relacionada con el valor esperado del nivel de actividad agregado en la economía.  $Y$  será el nivel de actividad y  $EY$  su valor esperado a futuro. Además, supondremos que la demanda depende del nivel de incertidumbre, que llamaremos  $\sigma$  y que discutiré más adelante. Por ahora, basta considerar que la demanda cae cuando aumenta la incertidumbre. Así, la demanda por bienes es  $D(EY, \sigma)$ .

---

<sup>1</sup> Este ejercicio está basado en un ejercicio de clases de MIT, el cual, a pesar de mantener aún mis notas de clase y mis múltiples averiguaciones con amigos, no he podido encontrar. Dicho ejercicio era algo más complejo pues suponía interacciones estratégicas entre empresas, aquí solo se toma como dato la demanda. En todo caso, modelos más formales fueron desarrollados en Cooper y John (1988). Para una revisión exhaustiva de esta literatura ver Cooper (1999).

Las empresas, en este ejemplo, producen lo que se les demanda<sup>2</sup>. Normalizando la población de empresas y consumidores a 1, el equilibrio ocurrirá cuando la demanda iguale a la oferta ( $Y=D$ ). El equilibrio de expectativas racionales debe ser tal que el producto sea igual al producto esperado. Esto es:

$$Y=D(Y,\sigma)$$

Ahora, con un par de supuestos más podemos mostrar el equilibrio (Gráfico 2). El equilibrio es único en A. Para ello, se supone que la demanda es cóncava, es decir, la demanda adicional por bienes es decreciente a medida que aumenta el ingreso. Para asegurar un equilibrio único, suponemos que para  $EY=0$  la demanda por el bien es positiva. Esto se puede interpretar como que el individuo tiene otro origen de ingresos y gastos, y siempre quiere destinar parte de su otro ingreso a consumir este bien. Otra forma simple de verlo es pensar que el individuo querrá endeudarse para adquirir este bien, incluso cuando sus ingresos sean muy bajos. Esto, presumiblemente, porque siempre espera que en el futuro tenga los ingresos para pagar, pero como veremos más adelante es posible que hayan equilibrios múltiples, con baja y alta actividad, como resultado de las fallas de coordinación.

#### *La incertidumbre y el valor de esperar*

Siempre ha sido complejo estudiar las decisiones de los agentes económicos en ambientes de incertidumbre. Muchas veces, para simplificar, apelamos a especificaciones cuadráticas de modo de usar la certeza equivalente. Por cierto que ello es insuficiente para describir la realidad, que es mucho más compleja, por ejemplo al considerar en el análisis las decisiones de inversión o consumo (de bienes durables), en presencia de irreversibilidades<sup>3</sup>.

Que las decisiones sean irreversibles significa que no existe la opción de arrepentirse. Por ejemplo, en el caso de concretar una inversión, esta no tiene un mercado secundario donde pueda liquidarse. Algo similar se puede pensar con la compra de un bien durable. Sabemos, no obstante, que, en general, siempre existirá alguna forma de deshacerse del bien. Sin embargo, esto implicará un costo que no es posible recuperar, es decir, un costo hundido. Por ejemplo, una empresa puede construir una planta, y si quisiera deshacerse de ella tendría que venderla a un precio muy inferior al que le costó, puesto que hay muchas especificidades que los potenciales compradores no valorarán.

En un ambiente de certidumbre, el gasto se realizará siempre y cuando sus beneficios sean mayores que los costos. Por lo tanto, la decisión es entre gastar o no. No obstante, en el caso de incertidumbre e irreversibilidad, la decisión no solo es sobre gastar o no, sino que también existe la opción de esperar. Esta opción tiene un valor, debido a que a medida que transcurre el tiempo se va despejando la incertidumbre.

---

<sup>2</sup> Nótese que al ser esta solo una ilustración hay muchos aspectos dejados fuera del análisis. En este caso, estamos suponiendo que hay alguna fricción en el mecanismo de fijación de precios que impide que las empresas vendan todo lo que quieran a un precio dado. Esta fricción podría venir de que las empresas deciden su producción en anticipación a conocer la demanda, lo que haría agregar a esta historia la decisión de los productores. En todo caso, analíticamente sería muy similar.

<sup>3</sup> Para el caso de la inversión irreversible, Dixit y Pindyck (1994) presenta un análisis muy completo. En De Gregorio (2007), cap. 4, se presenta un ejemplo sencillo.

Así, mientras mayor sea la incertidumbre más rentable será esperar. Supongamos el caso de una empresa que tiene que invertir. Dicha inversión consiste en ampliar sus instalaciones y comprar nuevos bienes de capital. Si las cosas se dan bien, la inversión será muy rentable. Si las cosas resultan mal, los beneficios de la inversión serán muy bajos, y el valor presente del proyecto será negativo. En consecuencia, de haber sabido que las cosas venían mal hubiera preferido no invertir. Si con el pasar del tiempo la empresa puede saber con mayor certeza si las cosas irán bien o mal, le puede convenir esperar. Esperar le permite mantener la opción de invertir o no, lo que no ocurre cuando ya ha invertido. Por ello la inversión se puede analizar con teoría de opciones. De este modo, la empresa deberá balancear el costo de postergar la inversión con el beneficio de saber cómo se darán las cosas y así tomar una decisión más informada. Entonces, mientras mayor sea la incertidumbre claramente mayor será el beneficio de esperar.

Esta misma lógica se puede aplicar a un consumidor que debe decidir la compra de un bien durable, pero tiene incertidumbre sobre sus ingresos futuros. Si la probabilidad de perder el empleo aumenta, puede ser mejor esperar antes de tomar la decisión. Aunque intuitivamente este análisis es muy simple, no es fácil de formalizar. Un consumidor puede vender su auto, o algún artículo electrónico, en el caso de que pierda sus ingresos. Pero la venta será con un costo. Mientras mayor ese costo, mayor la irreversibilidad<sup>4</sup>.

Esta idea permite explicar por qué la decisión de *wait and see* (esperar y ver) puede ser óptima y nos permite justificar que la demanda,  $D$ , dependa negativamente de la incertidumbre,  $\sigma$ .

#### *El aumento de la incertidumbre y la caída de la demanda*

Lo crítico de este análisis es que cuantitativamente puede ser muy importante. La decisión no es marginal. Un aumento de la incertidumbre no reduce en “algo” el gasto. Un *shock* de incertidumbre común a todos hará que todas las empresas y consumidores paralicen sus gastos, generando un colapso en la demanda.

El punto central es que esta caída puede ser tan severa que incluso se puede llegar a tener más de un equilibrio posible (Gráfico 3). Este caso correspondería a uno en que los hogares decidieran aumentar su ahorro de manera importante. Por lo tanto, para niveles de ingreso bajo preferirán no gastar en bienes durables. Igual cosa para las empresas. Estas decidirán no invertir. Así, hogares y empresas postergarían sus decisiones de gasto en bienes durables mientras la incertidumbre se despeja. Los hogares, no obstante, seguirán gastando en bienes no durables. De hecho, la participación en la canasta de consumo de bienes como la alimentación aumentará. Los bienes durables y de inversión, en cambio, son los que están sujetos al *wait and see* y, por su naturaleza, sus compras son posibles de postergar.

De este modo, existen dos equilibrios posibles: B y C. Ambos, tienen menor nivel de actividad que el original: A. Incluso, podemos pensar que en el caso C el deterioro de la confianza es muy grande, lo que lleva a que la caída de la demanda, que podría haberse

---

<sup>4</sup> Implicancias similares a las descritas acá se pueden deducir de la teoría del ahorro por motivo de precaución. De forma de evitar el costo en desutilidad de eventos negativos extremos, el consumidor opta por mantener un colchón de ahorro. Si la incertidumbre aumenta, por ejemplo aumentando la dispersión de los ingresos futuros, entonces es probable que el ahorro precautorio se incremente, lo que se logra postergando decisiones de consumo.

producido como resultado de un ajuste cíclico, se vea magnificada. En un caso como este predomina el pesimismo. Todos piensan que la actividad se debilitará por la mayor incertidumbre, y eso es efectivamente lo que pasa, de manera que ser pesimista es justificado. El punto es más general: frente a una multiplicidad de equilibrios, ¿cómo se coordinan las expectativas privadas para que la economía converja a uno u otro? Es evidente que no hay un mecanismo natural, por lo que fallas en la coordinación pueden fácilmente llevar a que la economía se asiente en el equilibrio peor.

El ejercicio que les he presentado es bastante sencillo y sin duda ignora muchos aspectos relevantes, en especial la dinámica que podría permitir el análisis del deterioro de la confianza. Sin embargo, es útil por cuanto nos permite pensar que el incremento de la incertidumbre provocado por el deterioro de la actividad y la crisis financiera agrava la caída de la producción y que sus efectos pueden ser muy significativos.

Permítanme, entonces, continuar con mi presentación, mostrándoles lo que ha sucedido en el mundo y en Chile y como podemos apreciar la mayor incertidumbre en las expectativas de los agentes y su transmisión por todo el globo.

## **La Crisis de Confianza Global**

Para comenzar, quisiera destacar los principales aspectos en que me quiero concentrar:

- La sincronía de la crisis es inédita. La caída de la actividad no hizo distinciones sobre fortalezas o debilidades de las economías.
- La incertidumbre y la desconfianza global fueron particularmente agudas hacia fines del año pasado.
- La severa caída de la demanda se concentró de manera particular en los bienes durables. La inversión y el consumo de estos colapsó hacia fines del año pasado.

Para colocar en contexto lo sucedido, quisiera partir por recordar que durante varios años se discutió acerca de la acumulación de fuertes desbalances globales, sus implicancias y la forma en que se corregirían. El Banco lo planteó como un riesgo relevante en varios de sus *Informe de Política Monetaria (IPoM)*. Mientras se daba esta discusión, el mundo seguía con un dinamismo pocas veces visto. El PIB mundial creció casi 5 por ciento anual promedio entre el 2004 y el 2007, los precios de las materias primas se multiplicaron varias veces. El cobre, por ejemplo, pasó de precios del orden de 100 centavos de dólar la libra a fines del 2003 a bordear e incluso superar los 400 centavos en algunos días de abril y julio del 2008. El precio del petróleo pasó desde valores entre 30 y 35 dólares a fines del 2003 a casi 150 dólares el barril en julio del año pasado. Mientras tanto, en Estados Unidos la crisis de las hipotecas *subprime* ya había comenzado a mediados del 2007, y una institución financiera de relevancia, Bear Stearns, había colapsado.

Un punto importante en este preámbulo de los sucesos de septiembre del 2008 es que la seguidilla de eventos que acabo de mencionar no tuvo un efecto significativo sobre las expectativas económicas. Ni cambió significativamente la media del crecimiento esperado, ni tampoco aumentó la incertidumbre al respecto. Esto, a pesar de que la quiebra de Bear Stearns fue un evento de bastante relevancia para el mercado financiero mundial. De hecho, la volatilidad de los mercados bursátiles subió un escalón a



mediados del 2007, pero comparado con lo que sucedió en septiembre del 2008, fue bastante menor (Gráfico 4). Este índice de volatilidad bursátil (VIX), que habitualmente se usa como un buen indicador de incertidumbre<sup>5</sup>, muestra como esta se multiplicó varias veces en el *peak* de la crisis en septiembre y octubre del año pasado. Las cifras más recientes muestran una reducción de la incertidumbre, aunque esta se mantiene en niveles elevados.

De este modo, de acuerdo con el consenso del mercado, el crecimiento mundial del bienio 2008-2009 no tuvo cambios significativos entre marzo y septiembre del 2008 (Gráfico 5). La situación en Chile no era muy distinta (Gráfico 6). El crecimiento estimado para el 2008 fluctuó durante todo el 2007 en torno a 5 por ciento anual, aun después del comienzo de la crisis *subprime* en Estados Unidos. Para el momento de la quiebra de Bearn Stearns se había producido algún ajuste en el crecimiento esperado para el año, pero para septiembre incluso se observaba una leve corrección al alza. Las proyecciones del Banco no eran muy distintas. La proyección de crecimiento para el 2009 no ofrece un panorama muy diferente, de hecho la mayor parte del ajuste se verificó posterior a diciembre del 2008. En suma, desde septiembre a la fecha se ha producido un ajuste relevante en el valor esperado del crecimiento.

Sumada al menor valor previsto para los ingresos futuros, también se ha verificado un aumento en la incertidumbre respecto de él (Gráfico 7). En Estados Unidos, a comienzos del 2008, el ancho de la distribución de las proyecciones de crecimiento para el 2009 era de 2 puntos porcentuales. A comienzos del 2009, el mismo ancho aumentó hasta 2,3 puntos porcentuales y, a mayo, cuando ya se conoce al menos un trimestre de datos del año, el ancho equivale a 3,3 puntos porcentuales. En Chile, las proyecciones de PIB que se recogen de la Encuesta de Expectativas Económicas dan cuenta de algo similar. Es decir, el nivel de incertidumbre entre quienes pronostican el crecimiento ha sido creciente, a pesar que a medida que pasa el año y se agregan datos las proyecciones debieran no solo ser mejores sino que también tener un menor grado de incertidumbre.

¿Qué sucedió a partir de septiembre del 2008 que modificó tan drásticamente el panorama económico en todo el mundo, incluido Chile? Como lo indiqué antes, la simple observación de los canales tradicionales de transmisión de una crisis externa no es capaz de explicar lo ocurrido. Por un lado, las condiciones financieras sufrieron un estrechamiento significativo a nivel mundial. El sistema financiero nacional también lo sufrió, aunque sin eventos que comprometieran su solvencia. Sin embargo, la posibilidad de que podrían darse dificultades en el acceso al financiamiento externo, y el aumento en el riesgo global, tensionaron las condiciones financieras internas, con un incremento significativo de las tasas de interés y los requisitos para acceder al crédito. Al mismo tiempo, ante la mayor incertidumbre acerca de los ingresos futuros, las personas y empresas redujeron de modo importante su demanda por nuevos créditos, tal como lo muestra la Encuesta de Crédito Bancario que realiza trimestralmente el Banco Central.

Con todo, el estrechamiento de las condiciones financieras no fue de una magnitud que comprometiera el acceso de la banca al financiamiento externo ni su adecuada operación a nivel local. Esto fue posible además por el conjunto de medidas

---

<sup>5</sup> Bloom (2009) presenta evidencia donde el uso de este indicador ayuda a entender el ciclo económico en Estados Unidos, precisamente porque las empresas suspenden temporalmente sus decisiones de contratación de nuevos trabajadores y de inversión.

implementadas por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda para asegurar el funcionamiento fluido del sistema financiero.

No obstante, por la mayor incertidumbre, la sensación de que la economía mundial podría entrar en una depresión significativa, con enormes pérdidas de riqueza, produjeron un inédito deterioro de la confianza global. Las proyecciones de crecimiento comenzaron a ajustarse a gran velocidad. Ello sin duda tuvo un impacto importante en el comportamiento de hogares y empresas en el mundo, quienes detuvieron o simplemente postergaron indefinidamente sus decisiones de gasto.

Los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios exhibieron un fuerte debilitamiento en el último trimestre del 2008 (Gráfico 8). La observación de los indicadores de gasto en bienes durables ilustra la brusca caída en los niveles de ventas (Gráfico 9). Todo lo anterior, me lleva al punto previo de mi presentación. El drástico cambio en el nivel de incertidumbre que se produjo a partir de septiembre del año pasado modificó de modo muy importante la conducta de los individuos. Ello llevó a una paralización abrupta y repentina de la demanda por bienes durables.

A nivel mundial la situación no fue muy distinta. Las expectativas de personas y empresas tuvieron un fuerte deterioro (Gráfico 10). Las bolsas mundiales cayeron con fuerza, reflejo del deterioro de las expectativas (Gráfico 11). El precio de las materias primas, producto de la menor demanda esperada a futuro también tuvo una caída. Esto fue visible excepto para el oro, usualmente considerado como reserva de valor en los momentos en que aumenta la percepción de riesgo (Gráfico 12).

La caída de la demanda se dio con particular fuerza sobre el sector industrial. Esto explica lo particularmente severos que han sido los ajustes de proyecciones de crecimiento para países exportadores de bienes industriales, como es el caso de Japón y Alemania y los países recientemente industrializados de Asia, por nombrar algunos. Se estima que estos países tendrán una caída promedio en torno a 5 por ciento durante este año.

La caída de la demanda mundial ha tenido sus mayores efectos sobre la economía chilena por el significativo descenso que provocó en los precios de los productos de exportación chilenos, y de muchos otros países. Ello hizo caer los términos de intercambio y debilitó las perspectivas de ingreso nacional. Sin embargo, tal como he afirmado en varias ocasiones anteriores, la caída de la demanda mundial tiene un impacto menos severo sobre los países exportadores de bienes asociados a recursos naturales, como Chile. De ahí el relativo menor impacto sobre la actividad de la caída de las exportaciones en los países que venden al mundo materias primas. Su demanda ha caído, sus precios también, pero no han estado sujetos al colapso que significa la postergación del gasto en bienes de origen industrial. Aunque es más difícil vender, los volúmenes de exportaciones han sufrido un ajuste menor cuando se le compara con lo sucedido con el comercio mundial. Por ejemplo, se estima que este último caerá en torno a 10 por ciento este año, mientras que el escenario base de nuestro último *Informe de Política Monetaria* prevé que el volumen de las exportaciones chilenas caerá en torno a 2 por ciento anual en el mismo lapso. Este ha sido uno de los factores que explica el impacto más limitado de la crisis en América Latina. Esta crisis ha golpeado con particular energía a los países industriales, quienes han visto caer con más fuerza la

demanda por sus productos debido a la gran caída por bienes de consumo durable y de inversión (Gráfico 13).

### **Consideraciones Finales**

Políticas macroeconómicas y fiscales expansivas pueden contribuir a aumentar la actividad ante una gran caída de la demanda. No obstante, sus efectos sobre la confianza no son evidentes. De ahí que es esencial que las medidas que se tomen en materia monetaria y fiscal deban ser sostenibles y creíbles. Si estas no gozan de credibilidad, su efecto expansivo será limitado por la falta de confianza. Más aún, es posible pensar que en situaciones de mucha debilidad macroeconómica las políticas expansivas podrían incluso deteriorar aún más la confianza. Esto permite explicar por qué muchos países requieren subir las tasas de interés y realizar ajustes fiscales en medio de las crisis económicas, debido a la falta de credibilidad de sus marcos de políticas económicas y sistemas financieros. Este, obviamente, no es el caso de Chile hoy. En nuestro país la efectividad de los inéditos impulsos fiscales y monetarios debiera ser elevada, pues estos esfuerzos son sostenibles y creíbles. Esto también se observa, en distintos grados, en otras economías de la región, donde hay un compromiso con la flexibilidad cambiaria, la estabilidad de precios, la responsabilidad fiscal y la fortaleza financiera. En los países desarrollados, habrá que abordar apropiadamente los impactos de mediano plazo de las expansiones monetarias y del aumento de la deuda pública.

Si el origen de la crisis de confianza global es la crisis financiera, la estabilización del sistema bancario, así como el restablecimiento del sistema de pagos, no solo es prioritario sino que es una condición necesaria para que la economía pueda recuperarse. De ahí la importancia que se ha puesto en los países desarrollados en la estabilización del sistema financiero, la que de cierto modo ya se comienza a observar.

No existen recetas simples ni rápidas para la recuperación de la confianza. Algunos piensan que transmitir optimismo es una buena idea. No obstante, si este optimismo es infundado, solo se estará transmitiendo una señal de falta de realismo. Por otra parte, dar mensajes pesimistas puede deteriorar aún más la confianza. Si algo sabemos, no solo en economía sino que en todos los ámbitos de la vida, es que al público no se le puede engañar, y por lo tanto la única opción es actuar con realismo.

Ya sin desacuerdo respecto de lo difícil del momento económico mundial y del hecho que estamos en presencia de una recesión global, la discusión se está concentrando en cuando se verán los primeros síntomas de la recuperación. El escenario de catástrofe global en lo económico y financiero se ha disipado, la confianza estaría recuperándose. Una evidencia que indicaría que la “caída libre” en el mundo se detuvo, es la evolución de las proyecciones de crecimiento para el año (Gráfico 14). Tras un fuerte deterioro posterior a septiembre del 2008, la corrección a la baja del nivel esperado de crecimiento para este año ha disminuido su magnitud de modo importante, en la mayoría de las zonas económicas. En Japón, que ha sufrido una de las correcciones más drásticas en los últimos meses, la proyección más reciente aumentó el crecimiento esperado para el 2009. El crecimiento del 2010, que tuvo caídas, de baja magnitud, pero sistemáticas desde septiembre a la fecha, muestra estabilidad en los últimos pronósticos. Sumado a lo anterior, las percepciones respecto del apetito por riesgo de los inversionistas parecen indicar que este ha aumentado. Los premios soberanos se han

reducido, están retornando los flujos de capitales hacia las economías emergentes, las tasas de interés de los bonos de gobierno han aumentado en muchas economías y los distintos indicadores de expectativas señalan algún grado de recuperación de la confianza. El extremo pesimismo estaría en retirada, pero no podemos esperar una recuperación acelerada.

La crisis de confianza es solo una parte, bastante importante, de lo que está pasando en el mundo, en especial la sincronía y fuerza del *shock* de finales del año pasado. No obstante, las distorsiones que motivaron esta crisis de confianza tendrán efectos persistentes, incluso aunque se haya recuperado por completo la confianza.

La pérdida de confianza explica el deterioro abrupto y repentino de la economía global, así como su propagación a todos los países. Sin embargo, su origen último no es el deterioro de la confianza, sino que se remonta a años de excesos financieros que no serán rápidos de resolver<sup>6</sup>. El significativo y, a las luces de lo que sabemos hoy, poco razonable aumento del endeudamiento privado en muchos países desarrollados se deberá corregir, llevando a un importante grado de desapalancamiento sobre todo de los hogares. Ellos subirán sus tasas de ahorro, lo que mantendrá acotadas las perspectivas de crecimiento del consumo y la demanda. Los países que crecieron aceleradamente sobre la base de *booms* crediticios deberán ajustarse. No podemos esperar que la economía mundial vuelva a tener tasas de crecimiento como las previas a la crisis. Estos son procesos normales dentro del ciclo económico, pero la magnitud de los desbalances que se produjeron en los países que hoy tienen crisis financieras hace prever que su recuperación será más lenta. Es por ello que cuando a una desaceleración normal del ciclo económico se le agrega una crisis financiera, sus costos son mayores. Esto es posible de entender, e incluso cuantificar, usando las teorías de consumo, pero eso lo dejamos para otra oportunidad.

---

<sup>6</sup> Si la crisis fuera causada solo por un aumento de la incertidumbre es esperable una recuperación rápida (Bloom, 2009), pero aquí se argumenta que existen desbalances que pueden hacer más lenta que lo habitual esta recuperación.

## Referencias

Blanchard, O. (2009), “(Nearly) Nothing to Fear but Fear Itself”, *The Economist*, enero 29.

Bloom, N. (2009), “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, pp. 623-685.

Cooper, R. (1999), *Coordination Games: Complementarities and Macroeconomics*, Cambridge University Press.

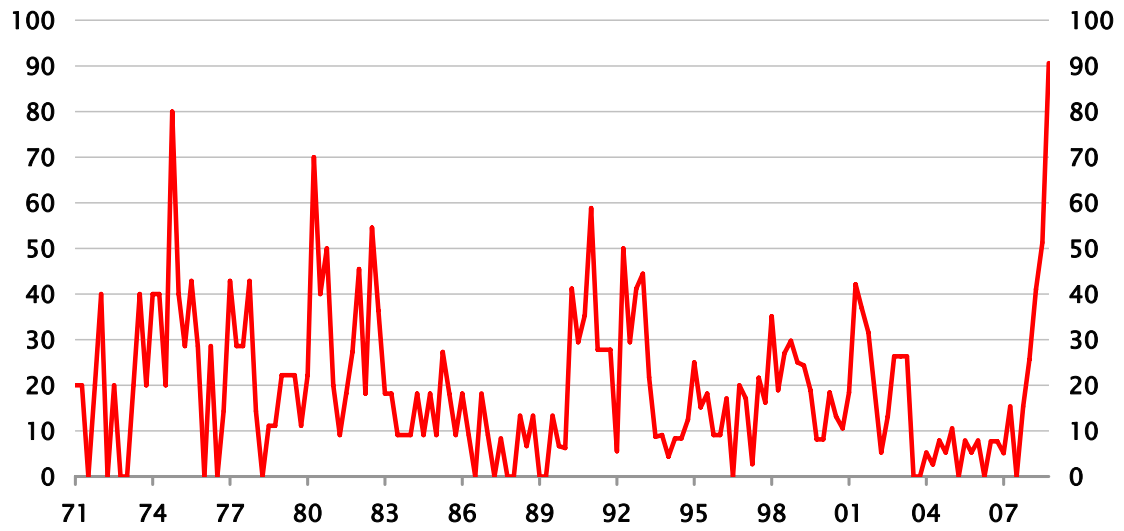
Cooper, R. y A. John (1988), “Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 103, No. 3, pp. 441-463.

De Gregorio, J. (2007), *Macroeconomía. Teoría y Políticas*, Prentice Hall-Pearson Educación.

De Gregorio, J. (2009), “Chile frente a la Recesión Mundial”, *Estudios Públicos*, Vol. 113, Verano 2009, pp. 5-26.

Dixit, A. y R. Pindyck (1994), *Investment Under Uncertainty*, Princeton University Press.

Gráfico 1  
**Países que registran caída en el PIB real en el cuarto trimestre del 2008 (\*)**  
 (porcentaje de la muestra total)



(\*) Se considera el PIB trimestral anualizado para una muestra de 29 países desarrollados y emergentes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2  
**Equilibrio**

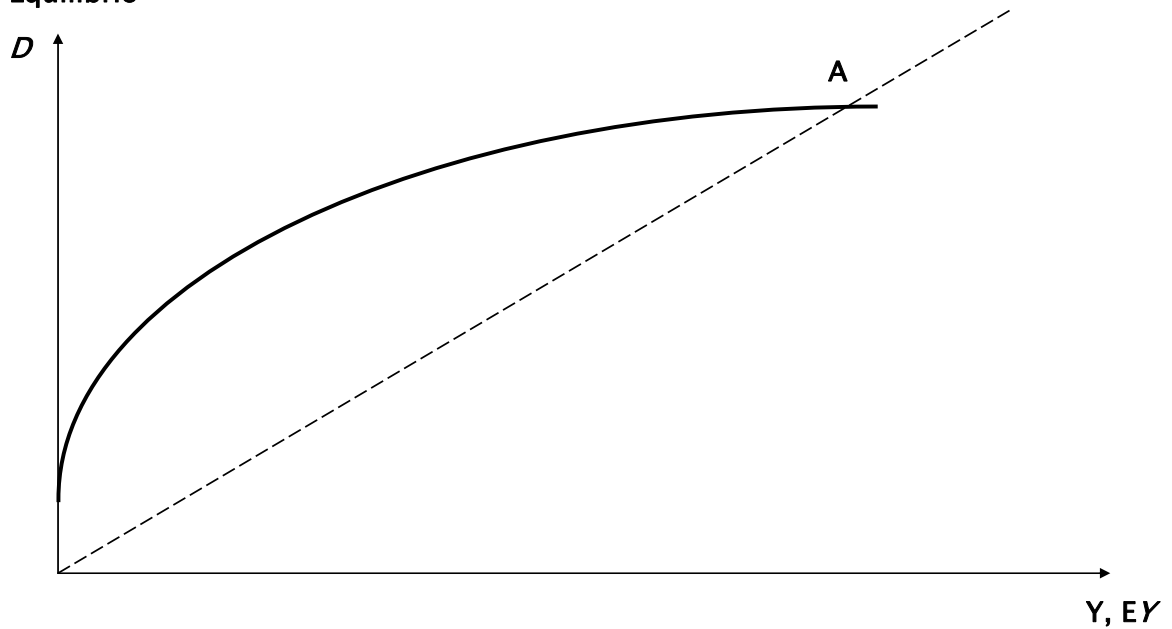


Gráfico 3  
Equilibrios múltiples

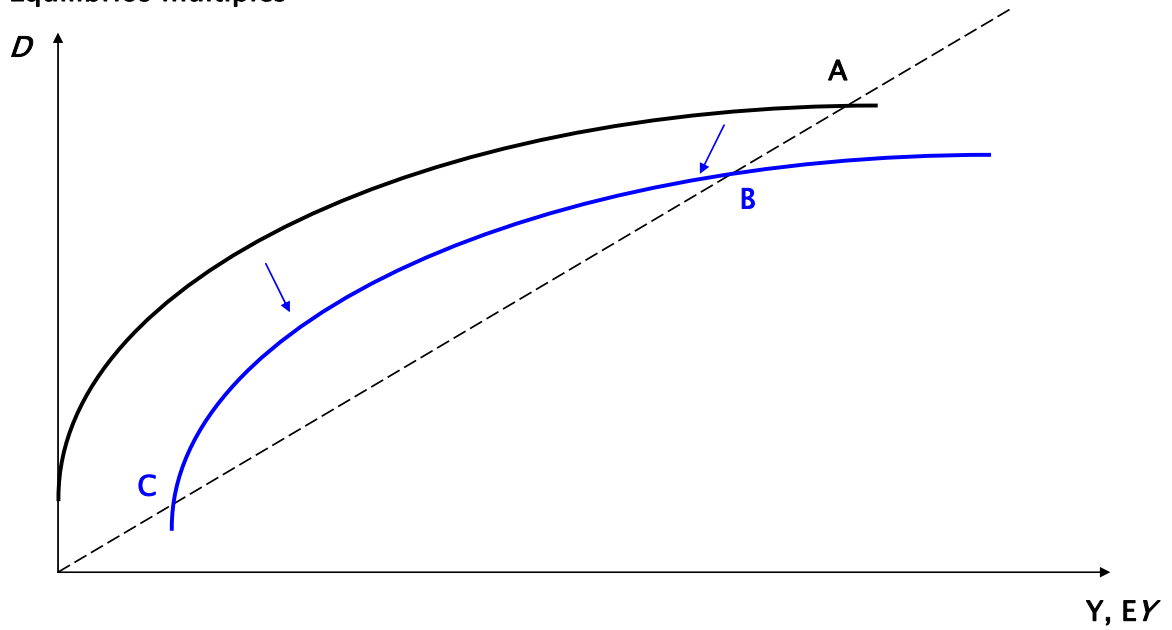
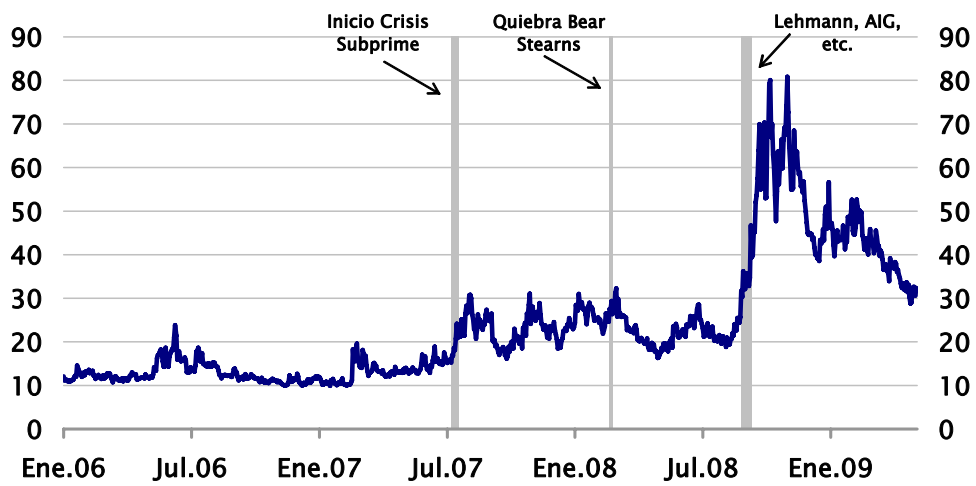


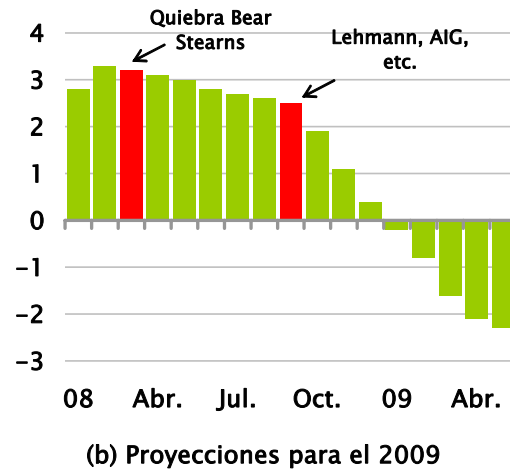
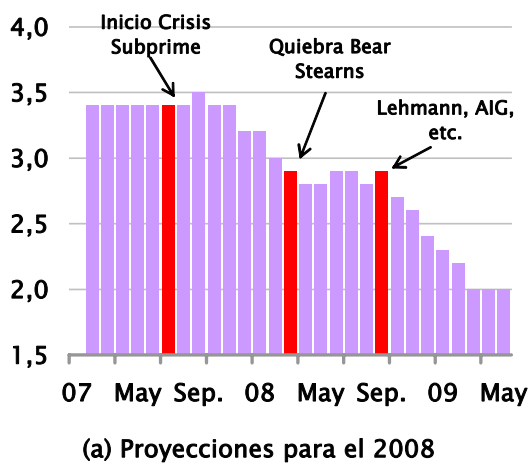
Gráfico 4  
Volatilidad S&P 500 (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde al índice de volatilidad VIX.

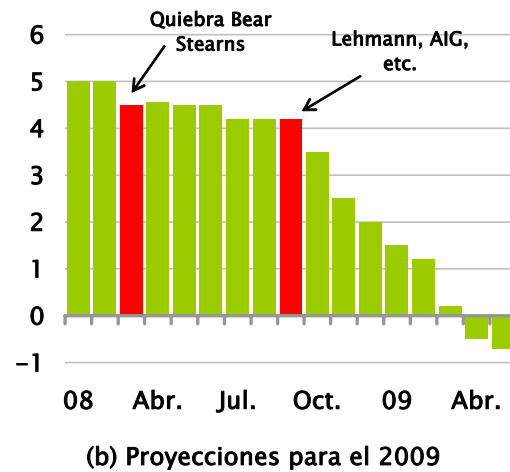
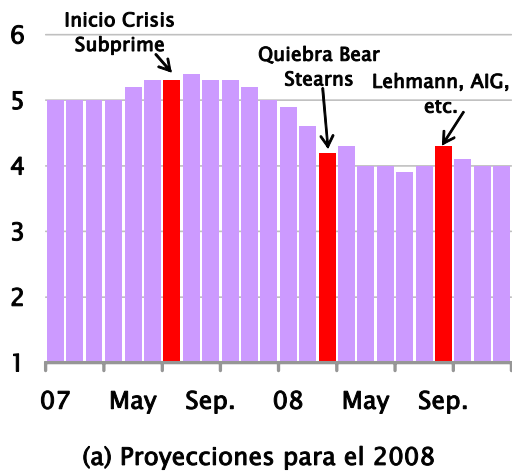
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5  
**Proyecciones de crecimiento mundial**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

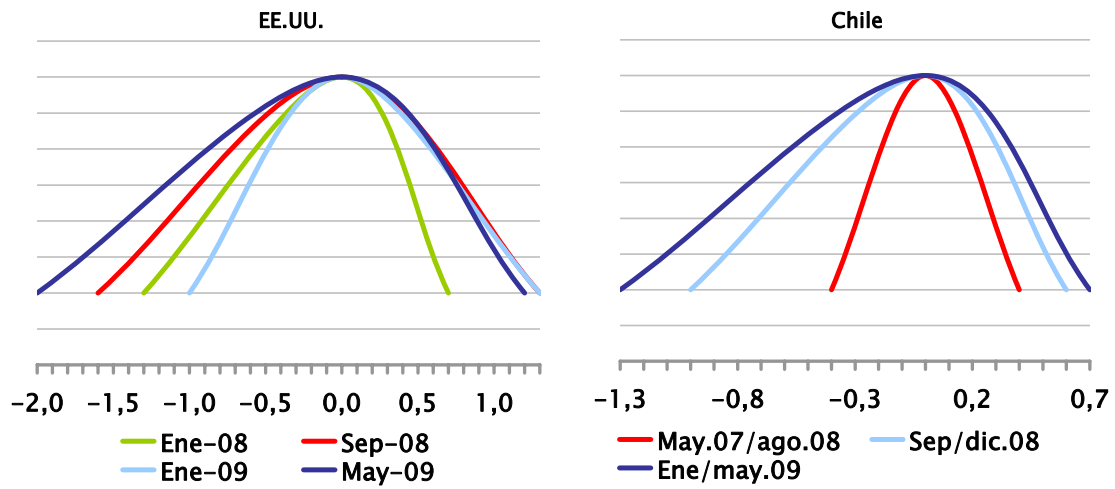
Gráfico 6  
**Proyecciones de crecimiento para Chile**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.

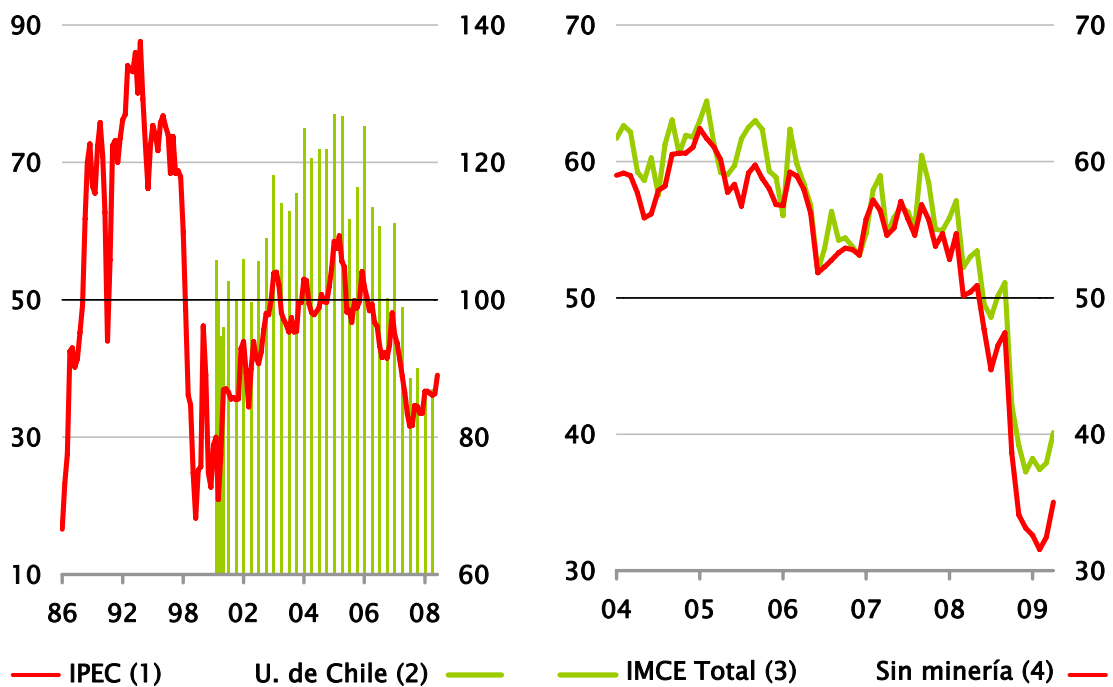


Gráfico 7  
Distribución de la proyección de crecimiento para el 2009 (\*)



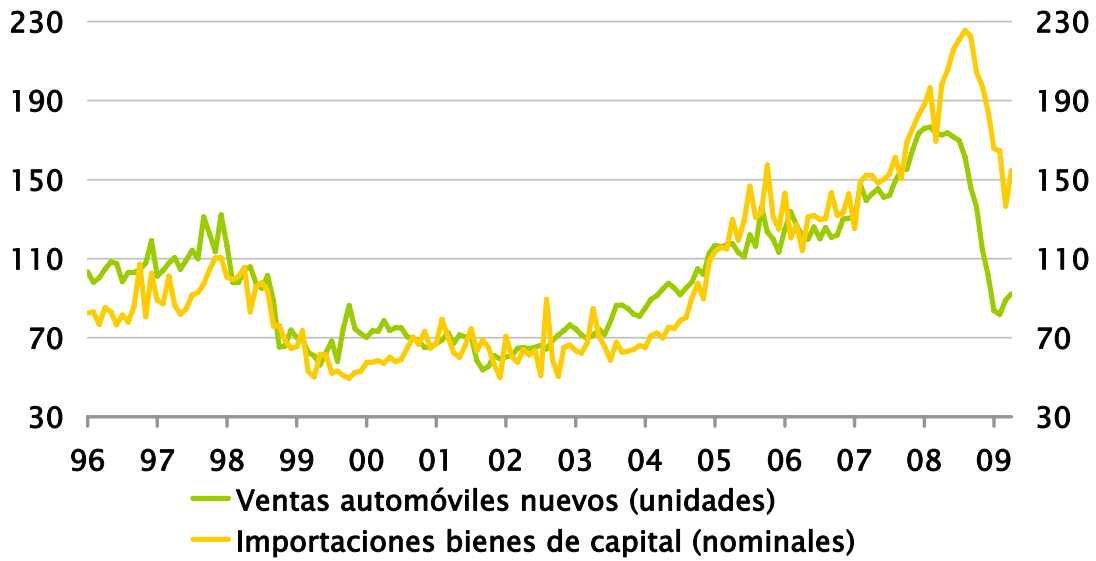
(\*) Para EE.UU., punto mínimo (máximo) de cada curva corresponde a la diferencia entre la proyección más baja (alta) y la mediana. Para Chile, a la diferencia entre el decil 1(9) y la mediana.  
Fuentes: Consensus Forecasts y Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

Gráfico 8  
Índices de percepción de consumidores y empresarios



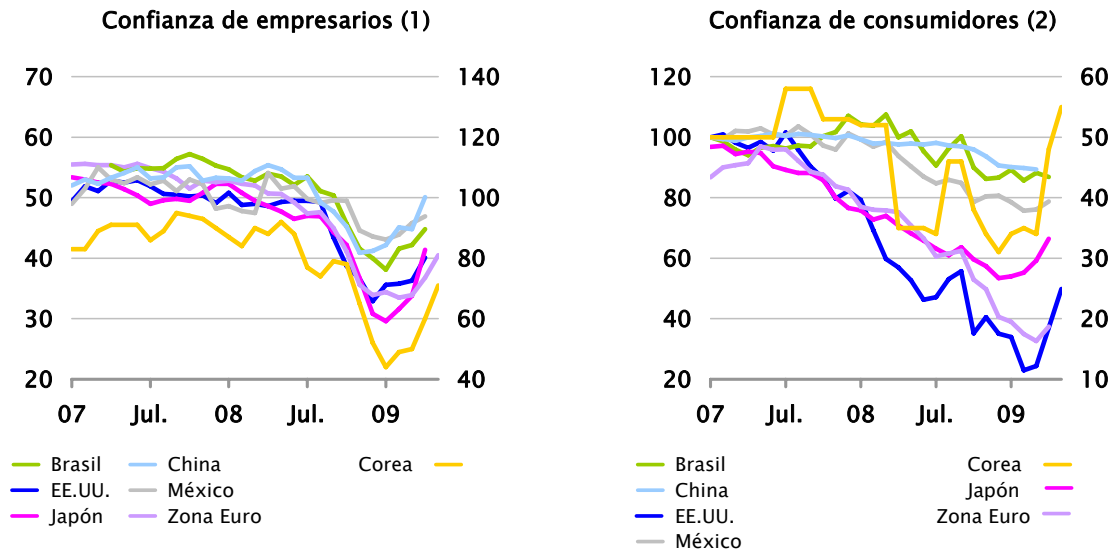
(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente.  
(2) Índice marzo 2001 = 100.  
(3) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas)  
(4) Corresponde al promedio ponderado de tres indicadores de confianza sectorial: Industria Manufacturera, Comercio y Construcción.  
Fuentes: Adimark, Universidad de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 9  
**Ventas de bienes durables**  
 (índice, promedio enero 1996-abril 2009=100)



Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC) y Banco Central de Chile.

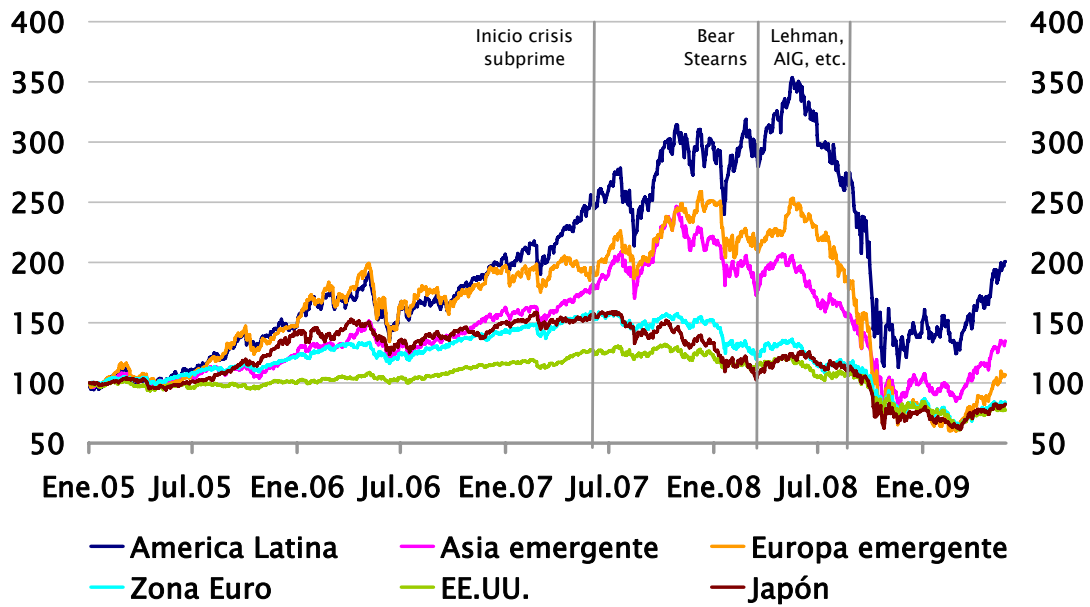
Gráfico 10  
**Percepción económica**  
 (índices de difusión, porcentaje)



(1) Corea tiene pivote en 100. (2) Las series de Japón, Zona Euro y Corea tienen pivote en 50. El resto de las series, son índices con base en enero 2007=100.

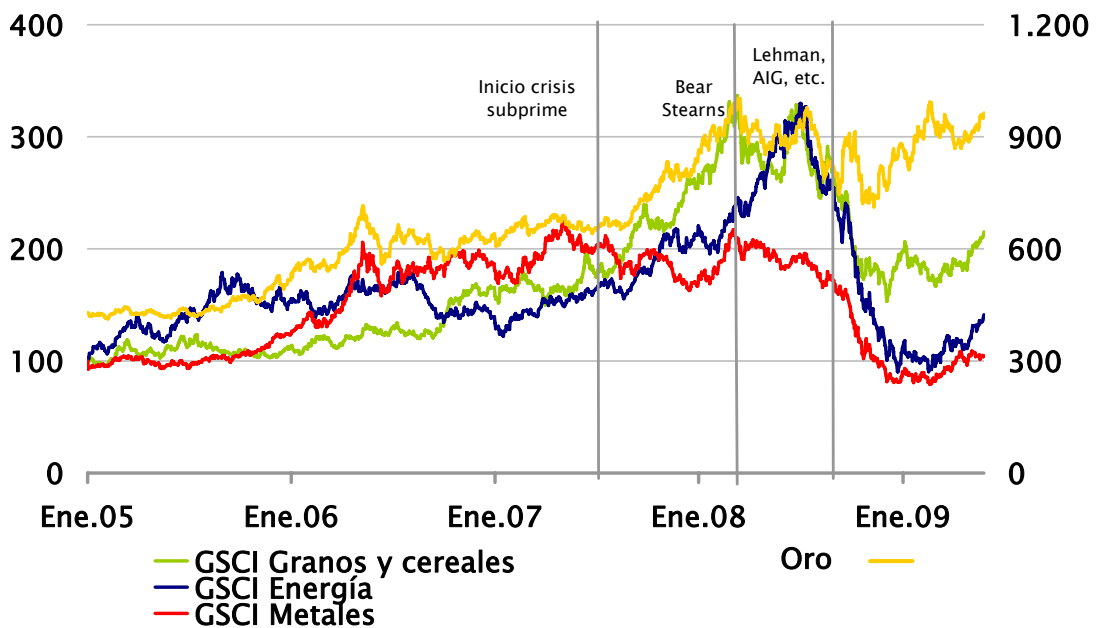
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11  
**Indicadores bursátiles (\*)**  
 (índice 03/01/2005 =100)



(\*) Para las regiones corresponde al MSCI. Para EE.UU y Japón, corresponde al Dow Jones y Nikkei, respectivamente.  
 Fuente: Bloomberg.

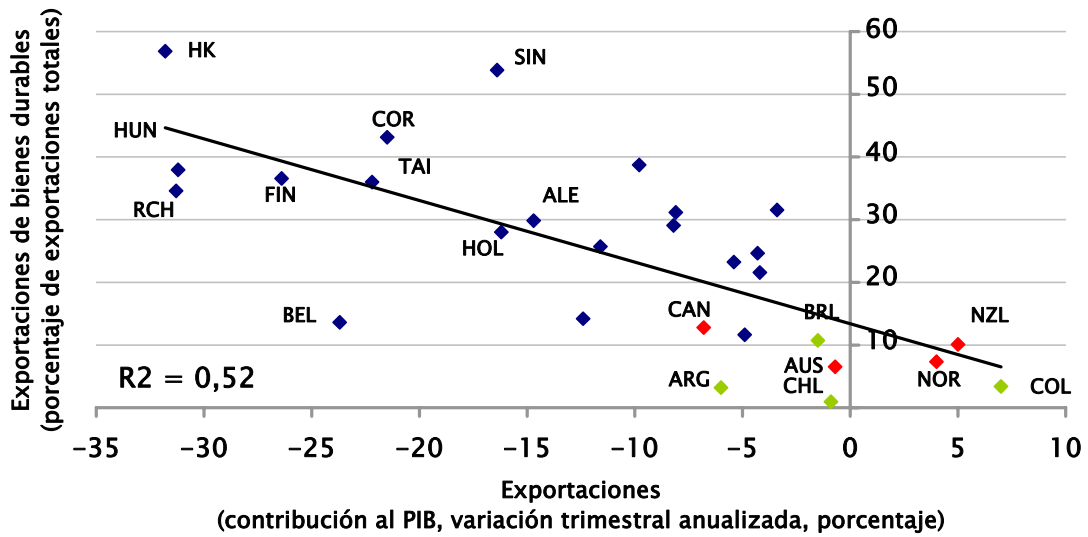
Gráfico 12  
**Precios de materias primas**  
 (índice 03/01/2005=100; oro en dólares la onza)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13

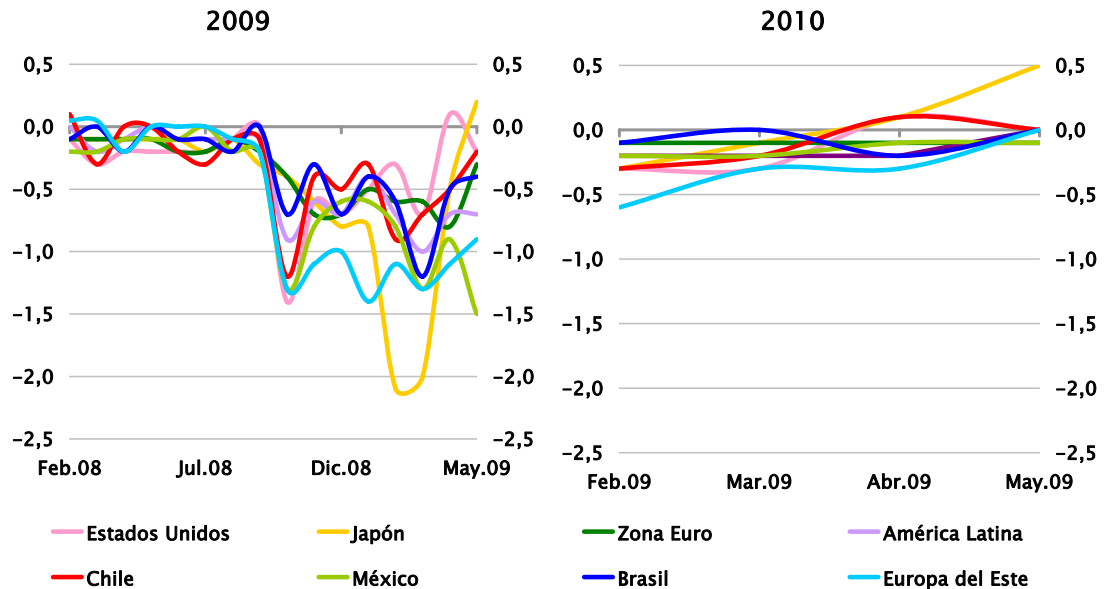
Participación de bienes durables en las exportaciones totales y contribución de las exportaciones al crecimiento trimestral del PIB en el cuarto trimestre del 2008



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

Cambio en proyecciones de crecimiento para el 2009 y 2010 (variación mes a mes de la mediana de las proyecciones, puntos porcentuales)



Fuente: Consensus Forecasts.