

TEXTOS CINDES Nº8

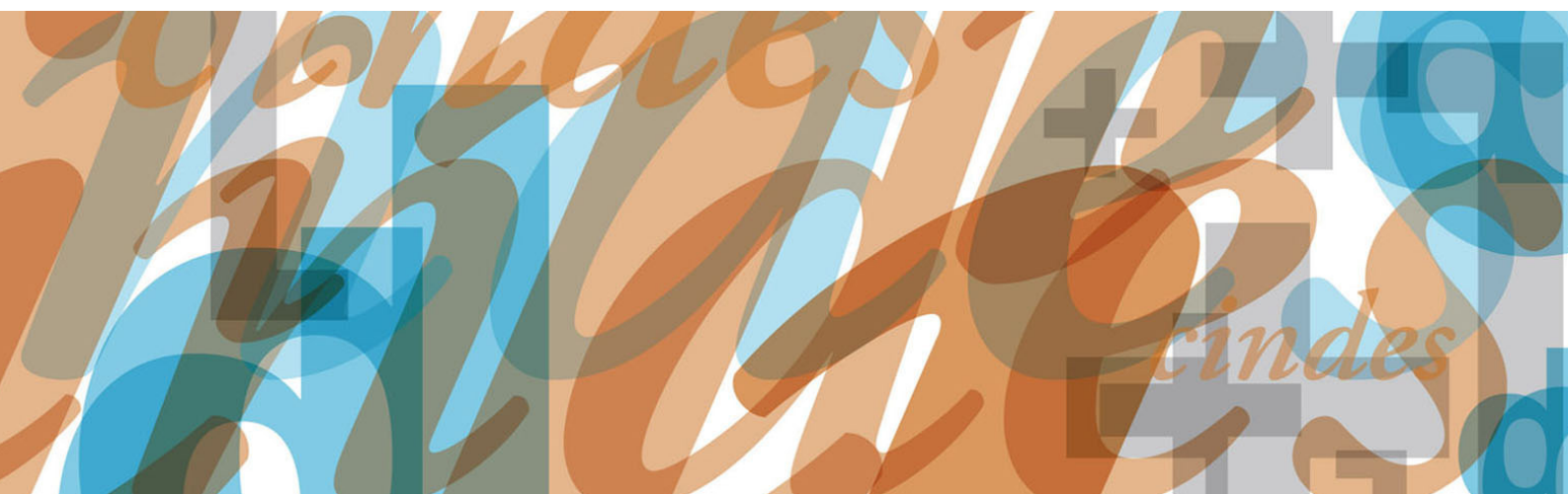
AMÉRICA DO SUL: RESPOSTAS À CRISE

El Impacto de la Crisis Internacional en Chile y las Respuestas de Política Económica

Rodrigo Heresi*

Julho de 2009

* *Consultor independente.*



Sumário

RESUMEN.....	3
1. INTRODUCCIÓN	4
2. LA GESTACIÓN DE LA CRISIS.....	4
3. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN CHILE.....	9
3.1. <i>NIVEL DE ACTIVIDAD Y DEMANDA AGREGADA.....</i>	9
3.2. <i>MERCADO LABORAL</i>	11
3.3. <i>SECTOR EXTERNO.....</i>	12
3.4. <i>MERCADOS FINANCIEROS.....</i>	16
4. LAS RESPUESTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA	17
4.1. <i>POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA</i>	17
4.2. <i>POLÍTICA CAMBIARIA</i>	19
4.3. <i>POLÍTICA FISCAL.....</i>	21
4.3.1. <i>La Situación Fiscal</i>	21
4.3.2. <i>Las Medidas.....</i>	23
4.4. <i>POLÍTICAS DE CRÉDITO.....</i>	27
5. PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA CHILENA	29
REFERENCIAS.....	31

Resumen

La crisis financiera internacional desembocó en una contracción global que llevará a Chile a su primera recesión en diez años. Las principales variables macroeconómicas domésticas y externas se encuentran en un intenso período de ajuste, con trayectorias sin precedentes en las tasas de interés, tipos de cambio, precios de activos, incluyendo precios de materias primas. La economía interna se debate actualmente entre dos fuerzas contrapuestas: por un lado, el fuerte shock externo negativo producido por las ramificaciones financieras y reales de la crisis internacional, y el impulso positivo de las políticas internas enfocadas en moderar los efectos adversos en el crecimiento y los indicadores sociales. El abanico de políticas públicas ha sido amplio, incluyendo una intensa relajación monetaria, un aumento significativo del gasto público, además de medidas focalizadas de provisión de liquidez, medidas pro-empleo y pro-crédito, y transferencias monetarias directas a los sectores de menores recursos.

1. Introducción

La economía mundial se encuentra inmersa en su peor crisis en 60 años y las perspectivas de mediano plazo se caracterizan por una elevada incertidumbre. EL PIB real de las economías desarrolladas se desplomó más de 7% en el cuarto trimestre de 2008, tendencia que se profundizó en el primer trimestre de 2009. Por su parte, se espera que América Latina en su conjunto tenga una contracción de 1,9% en 2009, luego de varios años de notable auge económico, con tasas de crecimiento que promediaron 5,4% en el período 2004-2008.

En ese contexto internacional, la economía chilena, que venía creciendo a tasas promedio algo por encima de 5% entre 2004 y mediados de 2008, dejó de crecer en el cuarto trimestre de 2008 (0,2% respecto del mismo trimestre del año anterior), y comenzó una contracción económica en el primero de 2009 (-2,1%). Así, para el año 2009 en su conjunto se espera que la economía caiga en recesión técnica (-0,5%) por primera vez en 10 años, con una caída aún más pronunciada de la demanda interna, una alza significativa en la tasa de desempleo sumado a un deterioro en los indicadores sociales.

El objetivo de este trabajo es trazar un panorama general de los impactos económicos de la crisis internacional en la economía chilena, como punto de partida para entender y evaluar las características de las respuestas de política económica llevadas a cabo por la autoridad, analizar los condicionantes domésticos de aquéllas políticas, y discutir los posibles impactos de estas políticas en las tendencias de corto y mediano plazo de la economía.

Luego de esta breve introducción, en la sección 2 del presente artículo se realiza una breve reseña del contexto internacional que desembocó en la actual crisis financiera global. En la sección 3 se analizan los significativos cambios en las variables macroeconómicas domésticas como resultado del ajuste interno y externo que está teniendo lugar en los principales precios relativos de la economía mundial. La sección 4 describe en detalle el amplio espectro de políticas económicas llevadas a cabo por la autoridad para moderar los impactos tanto transitorios como permanentes que pueda tener la actual crisis externa sobre el crecimiento y la equidad distributiva. Finalmente, la sección 5 concluye con un análisis de las perspectivas futuras de la economía, tomando en consideración las fortalezas y debilidades de la economía chilena y los resultados esperados de las políticas llevadas a cabo.

2. La Gestación de la Crisis

La actual crisis mundial se fue sembrando crecientemente en los años previos. Su principal detonante fue la evolución de los mercados financieros y su marcado sesgo cortoplacista y especulativo, con incorporación creciente de segmentos poco transparentes y escasamente regulados, como fondos de inversión, fondos de cobertura y mercados de derivados (ver Ffrench-Davis, 2009). En Estados Unidos, a nivel de los mercados financieros, la crisis estuvo determinada por incentivos perversos y toma excesiva de riesgos en el sistema no bancario, dado el desarrollo de instrumentos de securitización complejos y muy difíciles de valorar. La acelerada innovación financiera permitió a las instituciones financieras retirar ciertas operaciones de crédito de sus balances (“*off-balance sheet operations*”) y seguir operando con elevados y crecientes niveles de apalancamiento.

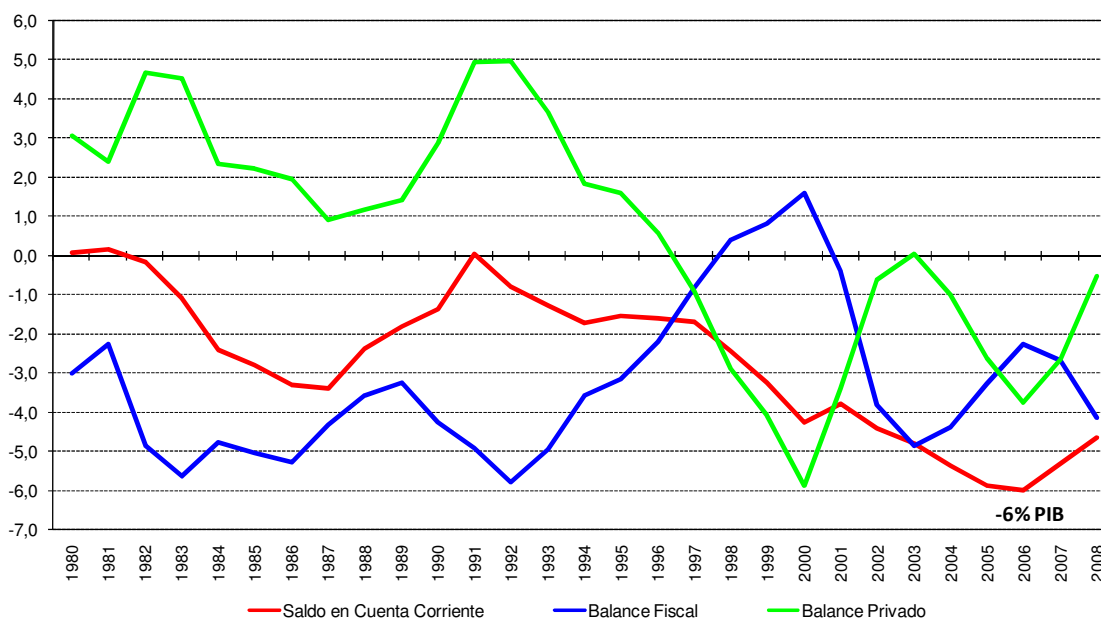
A nivel macroeconómico, es notable que la actual crisis originada en Estados Unidos y transmitida con fuerza al resto de la economía mundial, comparta una serie de indicadores de vulnerabilidad macroeconómica comunes a las frecuentes crisis latinoamericanas recientes:

creciente déficit en la cuenta corriente, elevado nivel de endeudamiento externo, alto precio de los activos nacionales, tasas de interés decrecientes, entre otros. La diferencia fundamental radica en que el epicentro de la crisis se produjo en el país emisor de la principal moneda internacional, y por lo tanto, sus causas y consecuencias deben ser analizadas desde un punto de vista global.

En efecto, desde principios de los noventa la economía estadounidense observó un sostenido y creciente déficit en su cuenta corriente. En una primera etapa y hasta el año 2000, el aumento del déficit se debió al comportamiento del sector privado. Luego de la recesión de 2001, el sector privado tendió a ajustarse, pero el gobierno inició un proceso de incremento del déficit fiscal que se extendió hasta 2003, alcanzando casi un 5% del PIB (déficits gemelos). Entre 2003 y 2006, fue el sector público el que inició un proceso de ajuste, pero la exuberancia privada de esos años profundizó el entonces elevado déficit en cuenta corriente, alcanzando en 2006 alrededor de un 6% del PIB (ver Gráfico 1).

Gráfico 1

Estados Unidos: Desequilibrio Macroeconómico
En porcentajes del PIB



Asimismo, la excesiva liquidez en la economía norteamericana se explicaba por el históricamente bajo nivel de las tasas de interés en los mercados internacionales, tendencia que se profundizó en los últimos años como consecuencia de un aumento significativo en la demanda de bonos del Tesoro estadounidense (ver Gráfico 2). En ese contexto, los precios de los activos inmobiliarios comenzaron a crecer sostenida y desmesuradamente, casi triplicándose en términos reales entre 1996 y su peak de mediados de 2006: los precios de las viviendas crecieron a tasas anuales de 2 dígitos durante 80 meses consecutivos, desde fines de 1999 y hasta mediados de 2006 (ver Gráfico 3). Este tipo de auges inmobiliarios insostenibles se observaron también en otras economías desarrolladas, especialmente en países anglosajones. De paso, el comportamiento altamente procíclico de las mismas agencias clasificadoras de riesgo, teóricamente garantes de la sostenibilidad y transparencia de los mercados financieros, solamente ayudó a profundizar la burbuja por la vía de las expectativas de los agentes.

Gráfico 2

Tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado
Rendimientos nominales de bonos de gobierno a 10 años

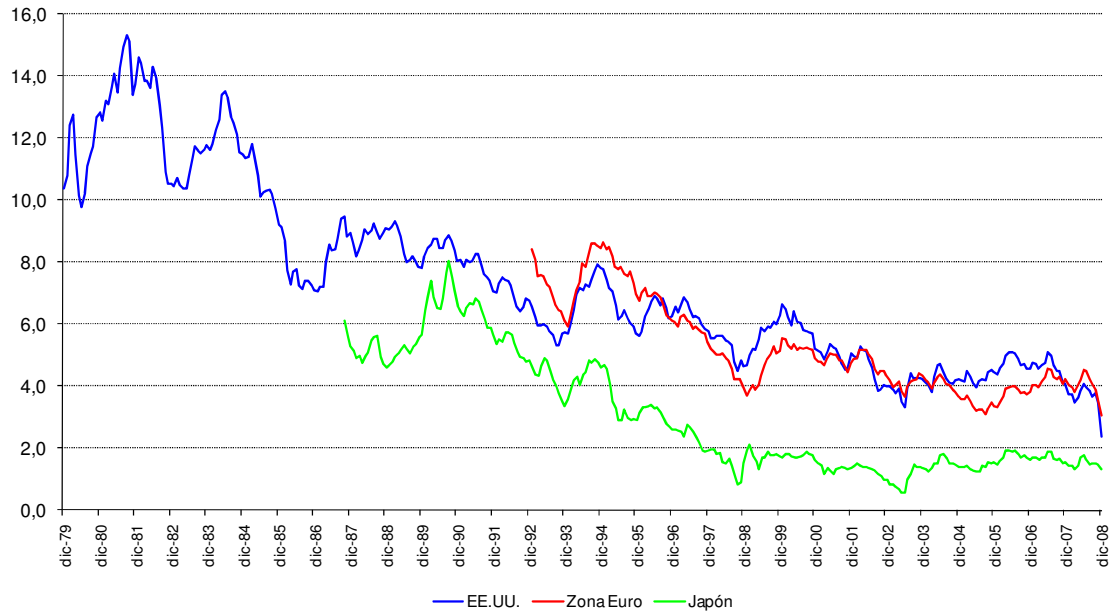
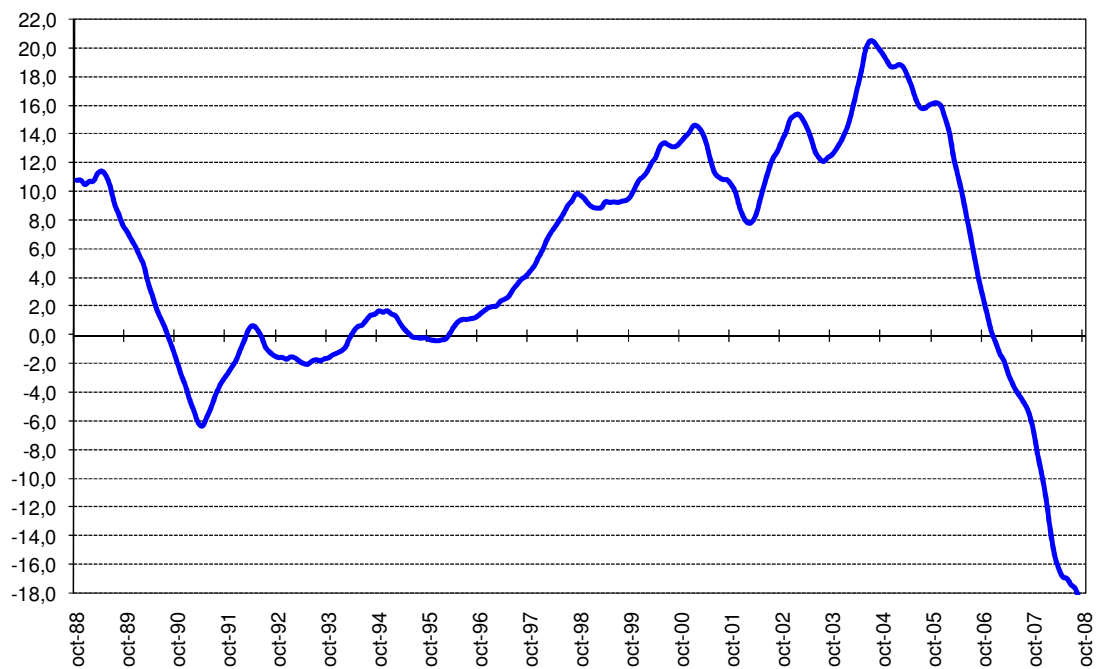


Gráfico 3

Estados Unidos: Índice de precios de viviendas S&P/Case-Shiller
En tasas de variación en 12 meses



En los últimos años, la oferta mundial de activos financieros seguros ha crecido relativamente menos que la demanda por instrumentos para almacenar riqueza por parte de los hogares, corporaciones, gobiernos, compañías de seguros e intermediarios financieros alrededor del mundo. La incompletitud de los mercados financieros y en particular la escasez relativa de

oferta de activos financieros a nivel mundial se tradujo en fenómenos macroeconómicos de alcance global.

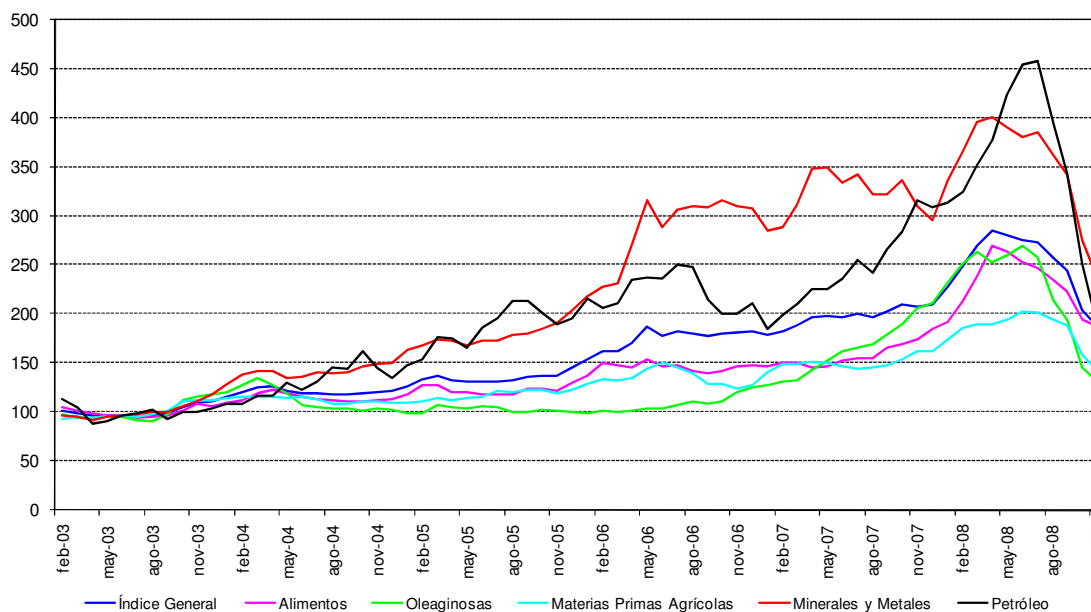
El problema radica en que no todas las regiones económicas del mundo tienen la misma capacidad para ofrecer activos financieros considerados confiables con esta característica de almacenar riqueza en forma segura. Así, los superávits comerciales del mundo emergente se tradujeron en fuertes entradas de recursos hacia los países desarrollados, especialmente Estados Unidos, demandando bonos de gobierno y otros activos, y de esta manera, profundizando el endeudamiento externo estadounidense. Sin ir más lejos, China es una economía enorme con altas tasas de crecimiento y con una demanda creciente por activos financieros de reserva de valor, los cuales no está en condiciones de proveer por el momento.

A mayor demanda por bonos del Tesoro estadounidense, mayor presión a la baja en las tasas de interés, y mayor liquidez al interior de la economía. Más aún, cabe destacar que luego de estallar la crisis, y a pesar de sufrir la parte más dura de la recesión, las monedas de las principales economías desarrolladas observaron una fuerte apreciación post crisis, como consecuencia de la elevada incertidumbre y la consiguiente fuga de capitales hacia activos históricamente considerados seguros, como los bonos soberanos de esos países (*“flight to quality”*).

Los mercados bursátiles de numerosos países fueron otro de las burbujas financieras que se estaban gestando en distintas economías. A su vez, los precios de las materias primas exhibían un alza excesiva, no enteramente consistente con sus fundamentos de largo plazo, y con el tiempo, se tornó evidente que algunos de ellos estaban siendo influenciados por agentes del mercado puramente especulativos (ver Gráfico 4).

Gráfico 4

Índices de Precios de Productos Básicos, 2003-2008
(2003 = 100)

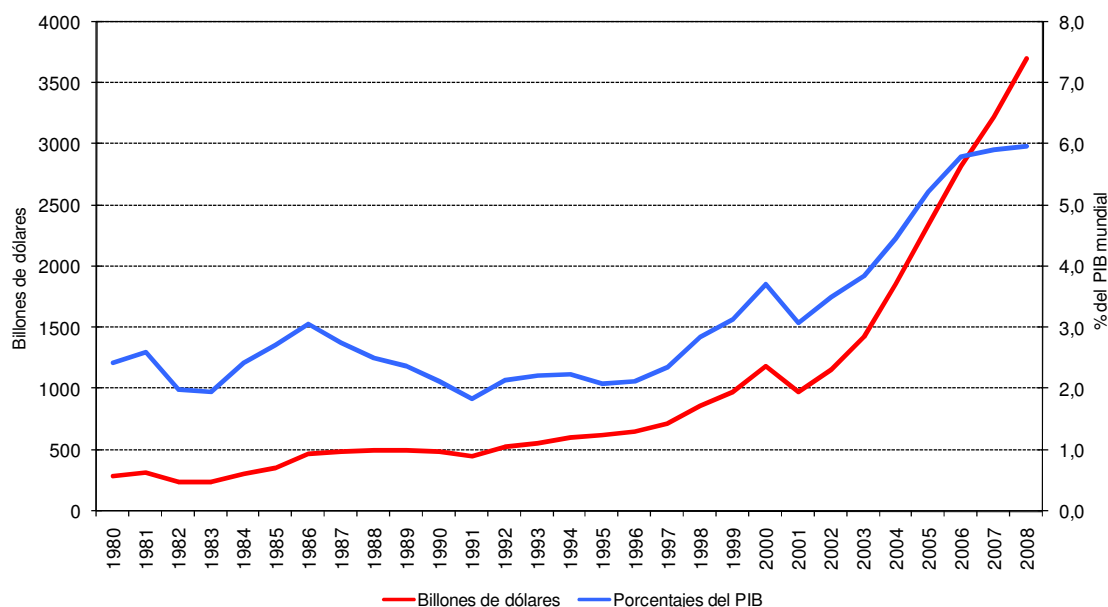


El boom de precios de los recursos naturales, sumado el creciente déficit comercial de Estados Unidos, tuvo como contraparte necesaria un elevado superávit comercial en el mundo emergente, con especial importancia de algunos gigantes asiáticos como China y

Rusia, pero también países exportadores de petróleo del medio oriente y latinoamericanos que vieron aumentar significativamente sus balances comerciales y sus ingresos nacionales. Esto es lo que se ha denominado los desequilibrios globales (ver Gráfico 5). Consecuentemente, se generó una mayor demanda desde el mundo emergente por (a) oportunidades de inversión rentables, reforzando la inflación de activos en distintos mercados, y (b) instrumentos financieros para almacenar riqueza.

Gráfico 5

Desequilibrios globales(181 países): Sumatoria del valor absoluto de los salods en cuenta corriente
En billones de dólares y % del PIB mundial



El punto de inflexión de la economía norteamericana se produjo a mediados de 2007, cuando el aumento en la tasa de desempleo provocó el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo. La crisis específica de este mercado comenzó a ramificarse rápidamente hacia otros mercados asociados, deteriorando los estados financieros de instituciones financieras aparentemente sólidas. Inicialmente, la crisis fue manejada por la *Fed* proveyendo liquidez, pero rápidamente hubo que reconocer que se trataba también de una crisis de solvencia con amplias ramificaciones en los sistemas financieros de todo el mundo. La quiebra de *Lehman Brothers* marcó el comienzo del derrumbe de los mercados mundiales, al evaporarse la confianza entre las instituciones financieras. Los mercados interbancarios mundiales se paralizaron y las transacciones comerciales se volvieron fuertemente onerosas, explicando el colapso del comercio mundial. Según el FMI las pérdidas del sistema financiero mundial alcanzan los 4 billones de dólares, 75% de los cuales se encuentra en los bancos de los países desarrollados.

De esta manera, la mayor parte del mundo sufrirá una contracción económica en 2009. El FMI estima una contracción mundial de 1,3% en 2009 (cifra no vista desde la posguerra), con una recuperación de 1,9% en 2010 (cifra baja comparada con otras recuperaciones). El balance de riesgos es, en general, sesgado a la baja. Es decir, no debiera extrañar una recuperación aún más lenta de lo presupuestado, dados los efectos dinámicos de la crisis en las tasas de inversión y las expectativas de los agentes, en un contexto de crisis bancaria global, baja liquidez y elevada percepción de riesgo. Más aún, una vez superada la peor parte

de la crisis, vendrá un complicado período de transición, con bajas de tasas de crecimiento en relación a los niveles pre-crisis.

Las economías en desarrollo también se han visto fuertemente perjudicadas, con una caída promedio cercana al 4% en el cuarto trimestre de 2008. Los más perjudicados son los países de Asia Oriental debido a la caída del comercio (especialmente de manufacturas) y economías emergentes de Europa que estaban fuertemente expuestas a los inlujos de capital. En América Latina, los países más perjudicados han sido aquéllos más dependientes del comercio con EEUU y/o de las remesas de trabajadores (México y Centroamérica).

Históricamente, las economías latinoamericanas y Chile en particular, han sido propensas a sufrir shocks exógenos, los cuales sumados a malas políticas macroeconómicas internas han generado frecuentes crisis con graves consecuencias para la actividad y el empleo. La crisis actual, sin embargo, ha encontrado al país en una mejor posición que en episodios anteriores; un sistema bancario bien regulado y capitalizado, un fisco que por primera vez en su historia es acreedor neto del resto del mundo y (previo a la crisis) un importante superávit en la cuenta corriente.

3. El Impacto de la Crisis en Chile

3.1. Nivel de actividad y demanda agregada

Las turbulencias financieras de septiembre y octubre tuvieron un impacto directo en la actividad económica local, y especialmente en la demanda interna. El deterioro de los indicadores del mercado laboral junto con el aumento en la percepción de riesgo llevó a la revisión de los planes de consumo de las familias y los planes de inversión de las empresas.

Tanto el producto como la demanda interna se paralizaron en el cuarto trimestre de 2008, y cayeron fuertemente en el primero de 2009. Luego de crecer, en promedio, a tasas por sobre 8% en 2004-2008 (sin contar el último trimestre de 2008), la demanda interna se desplomó -8% en el primer trimestre de 2009; análogamente el PIB creció algo más de 5% en el mismo sub-período, cayendo 2% en el primer cuarto de 2009. Los efectos negativos de las caídas en la inversión, consumo y producto hacen prever un retorno lento hacia tasas de crecimiento más cercanas a las de tendencia (alrededor de 5% y cayendo), en una economía ya incapaz de retomar y sostener su tasa potencial de crecimiento desde el contagio de la crisis asiática en 1998-1999.

El enfriamiento de la economía local se ha manifestado con mayor fuerza en los componentes de la demanda más sensibles a las condiciones crediticias, esto es, el consumo durable y la formación de capital fijo. Desde principios de 2004 y hasta el tercer trimestre de 2008, el consumo durable creció a tasas anuales promedio de 19%, para luego caer 10% y 18% en el último trimestre de 2008 y primero de 2009, respectivamente. Por su parte, la formación bruta de capital venía creciendo a tasas del orden de 14% en el período previo, para luego caer 9% a principios de este año, especialmente debido al componente de maquinarias y equipos (principalmente importados) que cayó (-15%) muy por sobre el componente de construcción y otras obras (-3,5%). Por el lado de la oferta, los más afectados han sido los sectores industriales, el comercio y la construcción.

Además de los efectos directos de la crisis, la caída en la demanda también responde, en parte, a un componente de ajuste cíclico (ver Informe de Política Monetaria, mayo 2009).

Una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda hubiese sido necesaria aún sin crisis financiera internacional. En efecto, el gasto venía creciendo muy por sobre el producto durante varios trimestres consecutivos, lo cual sumado a un tipo de cambio atrasado implicó una fuerte desviación del consumo hacia bienes de origen importado (ver Gráficos 6 y 7).

Gráfico 6

Producto Interno Bruto y Demanda Interna, 2004-2009
Tasas de variación

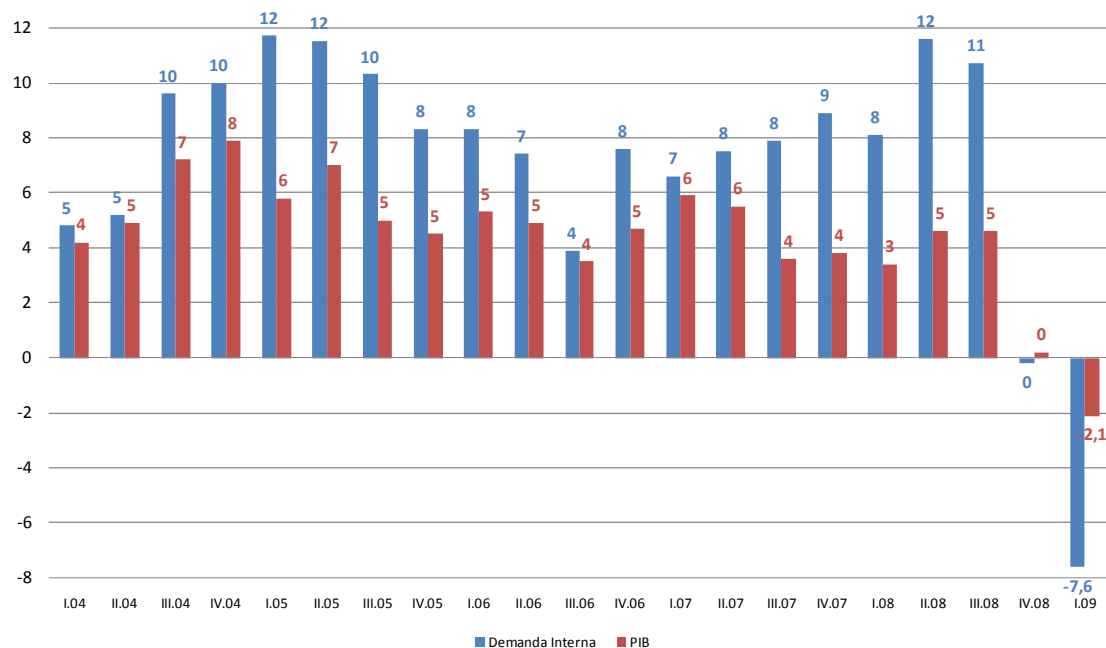
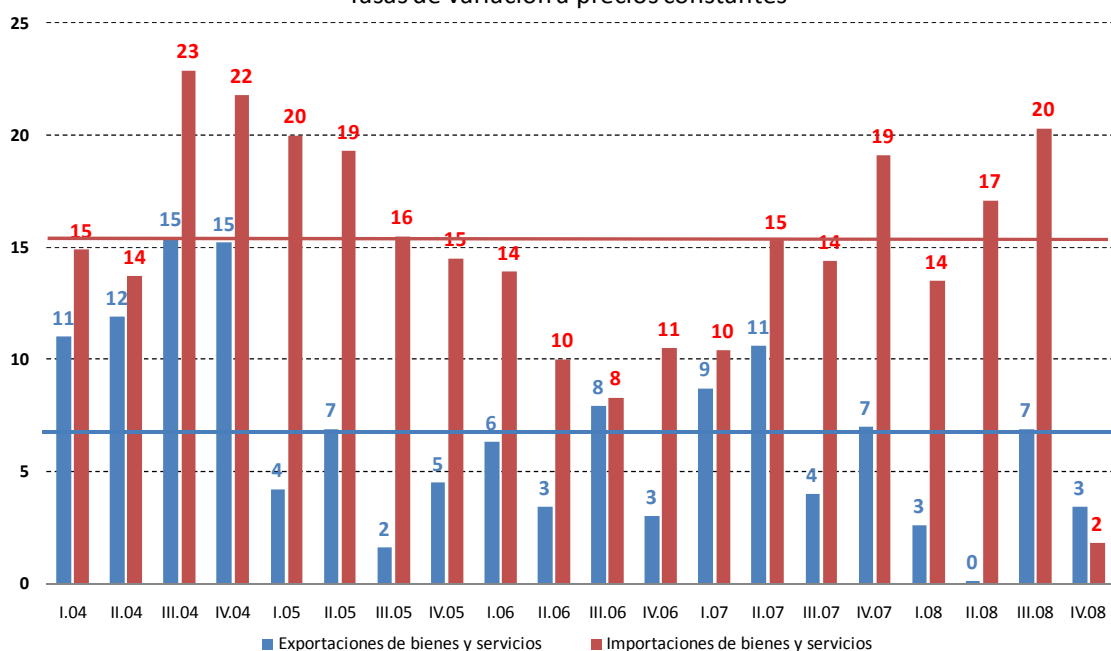


Gráfico 7

Crecimiento de las exportaciones e importaciones, 2004:T1-2008:T4
Tasas de variación a precios constantes



Para todo 2009 se espera una caída total de 4,7% en la demanda interna y una leve recesión con el PIB decreciendo alrededor de medio punto porcentual. Luego de crecer a tasas promedio por encima de 7% en 2004-2007, el ingreso nacional desaceleró a 3% en 2008 y tendrá una caída cercana al -3% en 2009, a consecuencia del significativo deterioro en los términos de intercambio. Es interesante que, si bien, la caída en el precio del cobre castiga directamente el ingreso nacional (vía ingresos fiscales por explotación directa e impuestos respectivos), el ingreso disponible de las familias de ingresos medios y bajos se ha beneficiado de la caída en el precio del petróleo.

En conjunto con la caída en el precio de los combustibles, también han caído en forma importante los precios internacionales de los alimentos básicos, responsables de gran parte del creciente desborde inflacionario durante 2008, que llevó la tasa de inflación muy por sobre la meta explícita del BC después de muchos años. En ese contexto, la explosión de la crisis sorprendió a la economía doméstica con tasas de interés del orden de 8%. La corrección de las condiciones monetarias de referencia por parte del BC fue inédita, con una caída en la TPM de 750 puntos base en un período de 6 meses, lo que representa una de las reversiones de tasas de interés más pronunciadas del mundo.

Durante los próximos trimestres, la economía interna se debatirá entre 2 fuerzas contrapuestas: por un lado, el fuerte shock externo negativo producido por la crisis internacional, y el impulso positivo sin precedentes de las políticas internas (especialmente monetarias y fiscales, ver más adelante) enfocadas en moderar los efectos adversos en el crecimiento y los indicadores sociales. Esto es el link para la sección de políticas públicas.

3.2. Mercado Laboral

Como suele ocurrir durante las crisis económicas, el mercado laboral ha sufrido un deterioro importante, con una caída fuerte en la generación de empleos y un aumento considerable en la tasa de desempleo. Entre septiembre de 2008 y marzo de 2009 se perdieron 175 mil puestos de trabajo, lo que representa un 2,4% de la fuerza de trabajo. En el mismo período la tasa de desempleo nacional aumentó desde 7,5% a 9,8 (ver Gráfico 8). Considerando la ampliación de la brecha entre PIB efectivo y potencial y la consiguiente capacidad ociosa en la economía, es probable que la situación del mercado laboral siga deteriorándose en los próximos meses.

Las cifras agregadas esconden distintas realidades sectoriales. Especialmente difícil es la situación que se vive en los rubros de construcción e industria, que son relativamente más volátiles ante las fluctuaciones cíclicas, y que absorben buena parte de la fuerza de trabajo.

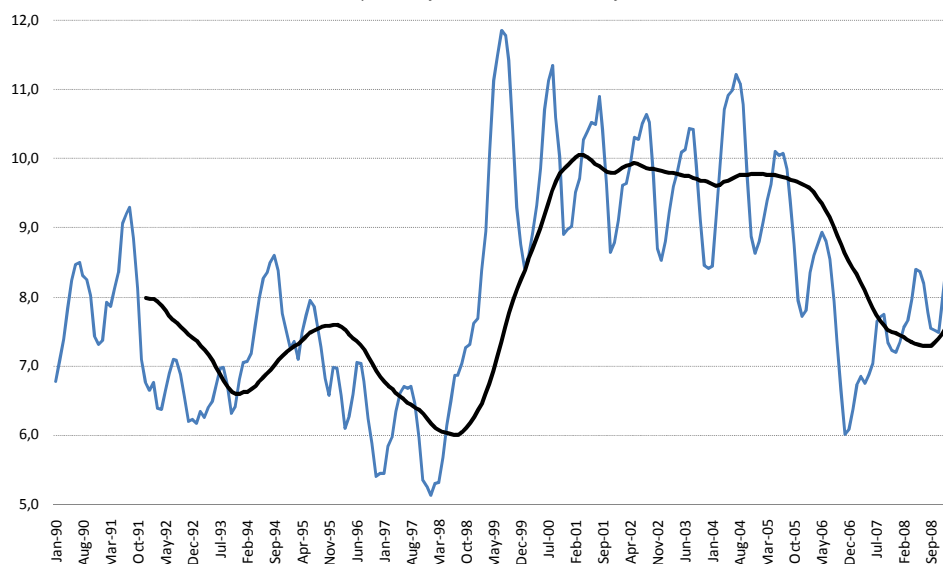
Es difícil cuantificar los efectos de mediano plazo de esta crisis en el mercado laboral, debido que éste ha experimentado cambios estructurales relevantes en los últimos años. Por un lado, la fuerza de trabajo femenina ha venido creciendo sostenidamente desde mediados de los noventa. Por otro lado, luego de la crisis asiática, la economía nunca recuperó las tasas de desempleo naturales de mediados de los noventa (alrededor de 6%).

Los programas especiales de empleo financiados por el gobierno constituyen un paliativo importante durante los períodos de alto desempleo. Por otro lado, el subsidio a la contratación de jóvenes en el mercado constituye una medida innovadora y de amplio consenso, y se espera que tenga un impacto importante sobre el empleo juvenil y la productividad de

mediano plazo. Asimismo, recientemente el Gobierno anunció la implementación de un Acuerdo Nacional por el Empleo (en detalle más abajo).

Gráfico 8

Tasa de desempleo
En porcentajes de la fuerza de trabajo



Las cifras agregadas esconden distintas realidades sectoriales. Especialmente difícil es la situación que se vive en los rubros de construcción e industria, que son relativamente más volátiles ante las fluctuaciones cíclicas, y que absorben buena parte de la fuerza de trabajo.

Es difícil cuantificar los efectos de mediano plazo de esta crisis en el mercado laboral, debido que éste ha experimentado cambios estructurales relevantes en los últimos años. Por un lado, la fuerza de trabajo femenina ha venido creciendo sostenidamente desde mediados de los noventa. Por otro lado, luego de la crisis asiática, la economía nunca recuperó las tasas de desempleo naturales de mediados de los noventa (alrededor de 6%).

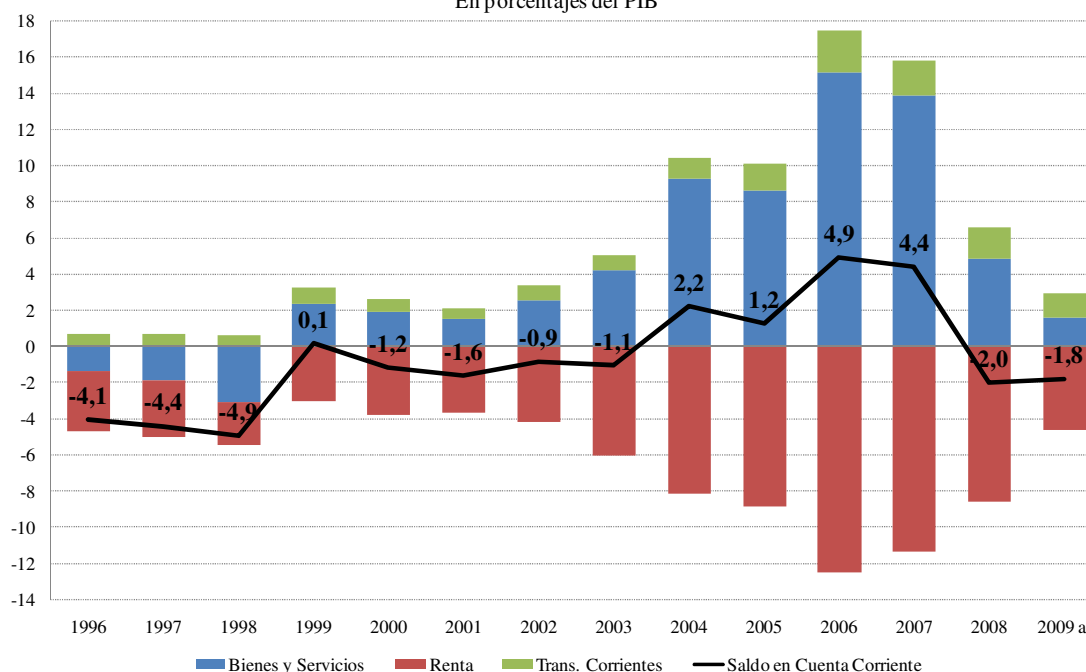
Los programas especiales de empleo financiados por el gobierno constituyen un paliativo importante durante los períodos de alto desempleo. Por otro lado, el subsidio a la contratación de jóvenes en el mercado constituye una medida innovadora y de amplio consenso, y se espera que tenga un impacto importante sobre el empleo juvenil y la productividad de mediano plazo. Asimismo, recientemente el Gobierno anunció la implementación de un Acuerdo Nacional por el Empleo (en detalle más abajo).

3.3. Sector Externo

Los efectos adversos de la crisis internacional tuvieron impactos de primer orden en las cuentas externas de Chile. La cuenta corriente de la balanza de pagos sufrió en 2008 una reversión de más de 6 puntos del producto respecto de 2007, alcanzando un déficit de 2% del PIB, luego de 4 años de superávit (ver Gráfico 9). Más aún, el promedio anual es engañoso, dado que se descompone en un primer semestre con precios del cobre en las nubes y un superávit externo alrededor de 2% del PIB, mientras que en el segundo semestre se observó un déficit en cuenta corriente por encima de 6% del PIB.

Gráfico 9

Cuenta Corriente, 1996-2009
En porcentajes del PIB



Esta tendencia se explica principalmente por el comportamiento de la balanza comercial que pasó de un superávit promedio de US\$4.700 millones en la primera mitad de 2008 (10% del PIB) a un déficit de US\$300 millones en la segunda mitad (-1% del PIB). El deterioro en el saldo comercial se vio amortiguado, en parte, por una caída en las remesas de utilidades de la inversión extranjera directa (principalmente ligada a sectores mineros) que hizo disminuir el elevado déficit de rentas arrastrado en los últimos años. Para 2009, se estima un déficit externo similar a 2008, como resultado de una fuerte caída en las importaciones de bienes y servicios, a consecuencia del ajuste interno que está experimentando la economía.

Los términos de intercambio han caído con fuerza desde mediados de 2008, estimándose una caída de 15% en 2008, cifra similar a la proyectada para 2009. Luego de crecer a tasas promedio por sobre 20% entre 2003 y mediados de 2008, el índice de precios promedio de las exportaciones cayó -24% y -37% en el último trimestre de 2008 y primero de 2009, respectivamente (ver Gráfico 10).

La caída en el precio del cobre, principal producto de exportación de la economía chilena (entre 40% y 50% del total de envíos), es la razón principal que explica la caída en el valor de las exportaciones. Luego de alcanzar la histórica cifra de US\$4 la libra BML a mediados de 2008, el precio internacional cayó bruscamente (65%) hasta US\$1,4 la libra durante los meses de mayor incertidumbre internacional (ver Gráfico 11).

Evidentemente, el precio de largo plazo hoy en día, no corresponde ni al elevado US\$4 de mediados de 2008, ni al exiguo US\$1,4 alcanzado en diciembre. De esta manera, luego de superada la mayor fase de incertidumbre, el precio del metal ha tendido a retornar a niveles relativamente más normales (alrededor de US\$2 la libra BML), como resultado de una mayor

demanda de China y un repunte de las expectativas económicas de los principales demandantes del metal, hecho que se ha reflejado en menores inventarios.¹ Las perspectivas de mediano plazo sugieren que la oferta se mantendrá ajustada, debido a la menor ley del metal, el cierre de pequeñas empresas mineras y la postergación de proyectos de inversión relacionados. Por su parte, se estima que la demanda se recuperará parcial y gradualmente, consistente con el ritmo de recuperación del crecimiento de los países de Asia emergente.

Gráfico 10

Índices de Precio de exportaciones e importaciones, 1996:T1-2009:T1
En tasas de variación respecto al mismo trimestre del año anterior

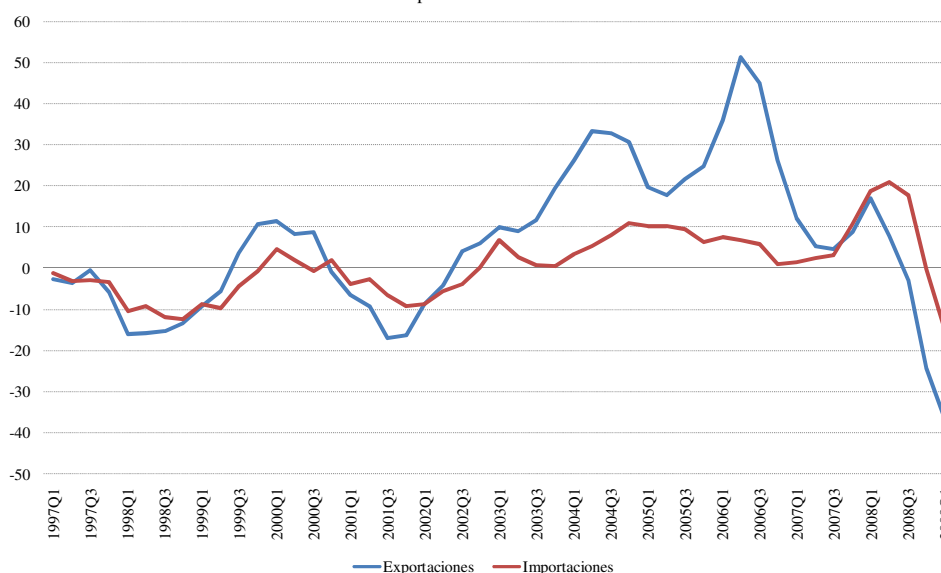
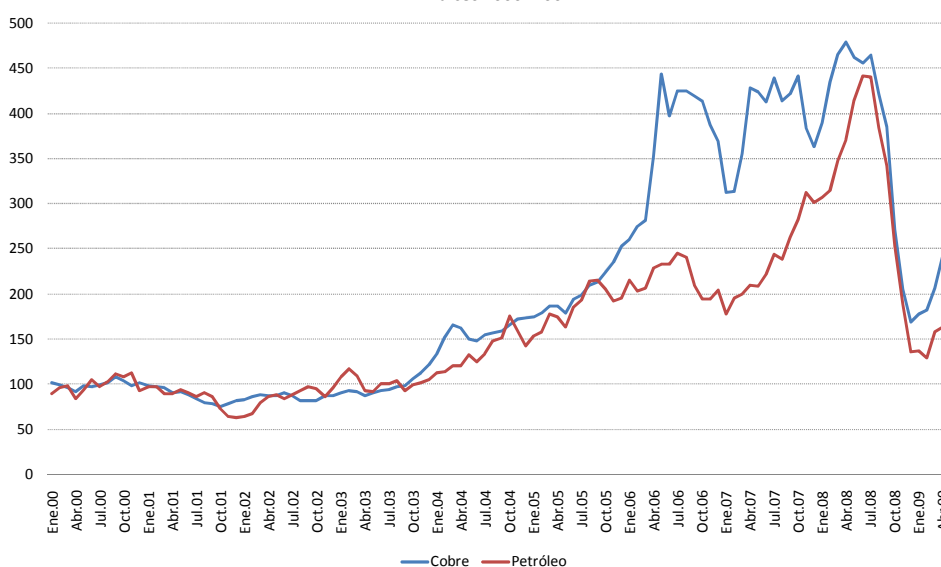


Gráfico 11

Precios de productos básicos seleccionados
En índices 2000=100



¹ Esta cifra es consistente con la estimada por el Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre en agosto de 2008. Este Comité independiente estima año a año el precio de referencia del metal a ser insumido en los cálculos de las cuentas fiscales estructurales.

La misma tendencia siguieron los precios de las importaciones, principalmente debido a la disminución del precio internacional de los combustibles (alrededor de un 20% de las importaciones chilenas son petróleo y sus derivados), pero en magnitudes bastante menores. El precio del petróleo WTI, luego de cotizarse en niveles máximos históricos que bordearon los US\$140 por barril a mediados de año, también cayó abruptamente, cotizándose incluso por debajo de US\$40 a fines de año. Al igual que el cobre, su precio ha tendido a aumentar hacia niveles más sostenibles a medida que la incertidumbre mundial va disminuyendo, cotizándose en la actualidad en niveles cercanos a los US\$60.

Es interesante destacar que, si bien, a nivel macroeconómico hubo una caída del ingreso disponible nacional vía una caída en el precio del cobre y otros productos exportados, la caída generalizada en los precios de las materias primas tuvo un efecto positivo inmediato sobre el ingreso de las familias producto de la fuerte caída experimentada por los combustibles y otros bienes importados que tienen una alta incidencia en la canasta de consumo de los sectores más vulnerables.

Por otra parte, se observa una caída en la demanda mundial por exportaciones chilenas, dadas las menores perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales. Sin embargo, el volumen de las exportaciones chilenas corresponde mayoritariamente a productos ligados a recursos naturales, por lo cual, el ajuste de precios internacionales de las materias primas ha permitido que los productos sigan colocándose en los mercados, moderando el impacto sobre los volúmenes de exportación. Por su parte, los volúmenes de exportaciones industriales sí han sufrido con fuerza la caída en la demanda externa.

El ajuste interno se observó con fuerza por el lado de los volúmenes importados. La caída en el ingreso disponible, sumado a la depreciación del peso, el clima de incertidumbre que paralizó la inversión el último trimestre de 2008 y las malas perspectivas de corto plazo, se conjugaron para anotar una caída de -19% en el quantum de importaciones durante el primer trimestre de 2009. En concordancia con el ajuste en la demanda interna, las importaciones de todas las categorías mostraron un abrupto descenso a partir de octubre, tendencia que se profundizó a principios de 2009.

Como suele ocurrir en las crisis económicas, el comercio intrarregional se ha visto fuertemente afectado. Las exportaciones chilenas hacia América Latina, que representan alrededor de 20% del total de exportaciones en dólares *fob*, cayeron en promedio 38% entre septiembre de 2008 y abril de 2009. Análogamente, las importaciones chilenas desde la región (32% del total de importaciones), cayeron 43% en el mismo período. El comercio intrarregional es relativamente más intensivo en bienes manufacturados que el comercio con el resto de las regiones del mundo, explicando gran parte del deterioro excesivo que sufre durante los períodos de crisis.

El superávit en cuenta corriente que arrastraba la economía chileno previo a la crisis tuvo como contrapartida un elevado déficit en la cuenta de capital y financiera (salidas de capital). En efecto, los fondos soberanos ahorrados en el exterior sumado a las crecientes inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en el extranjero, implicaron un déficit de la cuenta financiera que bordeó el 4% del PIB en 2006 y 2007. Esto actuó como un amortiguador de la crisis desatada en 2008, a diferencia de crisis anteriores, que fueron empujadas por una entrada creciente de capitales al país y el consiguiente superávit en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos.

Ya en 2008 y principios de 2009, la situación se revirtió hacia un superávit. Además de los efectos propios de la crisis, en este fenómeno incidió una elevada entrada de inversión extranjera directa. Ya superados los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, Chile ha experimentado un acceso relativamente expedito al crédito externo, lo que ha permitido normalizar el financiamiento del comercio exterior y el financiamiento externo al sector privado, los que han reanudado la colocación de bonos. También, durante el 2009 Chile recibió una mejora desde A2 a A1 en la calificación de su riesgo soberano de parte de una de las agencias calificadoras, situándolo en el nivel más favorable en la región.

3.4. Mercados Financieros

El estallido de la crisis tuvo un fuerte impacto en el mercado financiero local. Los actores del mercado incrementaron sus preferencias por liquidez, produciéndose un fuerte aumento en las tasas de interés en los mercados internos. En los momentos de mayor incertidumbre, el spread entre la tasa de interés local en dólares y la tasa libo alcanzó máximos históricos. El aumento generalizado en las tasas de interés se traspasó rápidamente a los bancos y sus operaciones con el público, generándose un efecto considerable en las tasas de captación y colocación en pesos. Por estos motivos, el Banco Central reaccionó rápidamente facilitando liquidez en pesos y en dólares (ver sección 4). Gracias a las medidas y a la mejora en los mercados financieros globales, el mercado interbancario local volvió rápidamente a operar con relativa normalidad.

Sin embargo, los bancos se han vuelto más exigentes en sus condiciones para aprobar créditos, endureciendo las condiciones crediticias para las personas. Esto en conjunto a una caída en la demanda por créditos por parte de las personas y de las empresas, debido al menor dinamismo de los sectores productivos. Las tasas de los créditos de consumo aumentaron en promedio 500 puntos base desde septiembre hasta enero, las de créditos comerciales aumentaron en 16% en el último semestre de 2008, y las letras hipotecarias en enero llegaron a ser hasta 700 puntos base mayores que en agosto. Sin embargo, las reducciones en la TPM han logrado disminuir los efectos alcistas en las tasas de interés. En marzo, las tasas de los créditos hipotecarios habían bajado en 100 puntos base desde fines del 2008.

Se espera adicionalmente que las disminuciones de la TPM sigan bajando las tasas de interés locales debido a los efectos rezagados que puede tener la política monetaria en los mercados. Cabe destacar que a pesar de los esfuerzos monetarios realizados, aún no se observa una mejora en el flujo de crédito. Es decir, las condiciones de crédito siguen restrictivas y la demanda por ellos se mantiene baja. Además, se han visto afectados no solo los montos de los créditos, sino que también sus plazos han disminuido.

Las mayores tasas y exigencias en conjunto a la incertidumbre respecto del devenir macroeconómico no se han traducido en caídas sustanciales del stock de colocaciones, solamente ha disminuido la velocidad de expansión de algunos de sus componentes. Por ejemplo, las colocaciones de consumo que crecían a tasas anualizadas de dos dígitos en el primer semestre de 2008, pasaron a crecer menos de 2% en diciembre; las colocaciones de vivienda pasaron de crecer a un 24% a principios del 2008 a un 18% en diciembre.

En el caso de las colocaciones a empresas, las velocidades se mantuvieron elevadas hasta enero. Esto debido al aumento de las colocaciones por parte de los exportadores producto de los eventos de depreciación cambiaria, en combinación a la entrada al mercado nacional de

empresas que antes obtenían préstamos en el exterior. Sin embargo, durante los últimos meses las colocaciones por parte de las empresas también se han visto afectadas. Esto es coherente con una caída del comercio exterior, con el mayor miedo hacia la inversión en este período de incertidumbre, y con la caída de la actividad económica en general. Un método que han usado las empresas para financiarse es emitir bonos en el mercado local, dado que su acceso al financiamiento exterior se ha deteriorado. Incluso, ha aumentado la colocación de estos bonos en pesos debido a la caída en la tasa de inflación.

En relación a los indicadores bursátiles, se han visto retrocesos menores que en el resto del mundo. Desde septiembre a enero el IPSA cayó 11% (26% en dólares) en comparación a las bolsas latinoamericanas que han caído cerca de 60% en dólares desde mayo del año 2008. En el transcurso del año, se ha visto una recuperación en este indicador de 30% (en dólares). Se observa además, que el sistema bancario nacional, en términos relativos, no ha sufrido tanto como en las economías desarrolladas.

El spread entre la tasa de colocación en pesos y la tasa de política monetaria se ha mantenido históricamente en alrededor de 300 y 400 puntos base. Desde el estallido de la crisis, éste ha aumentado y se sitúa entre 400 y 500 puntos base. Esto coincide con la mayor tensión en los mercados internacionales y el aumento generalizado en la percepción de riesgo en los mercados. Esto se refuerza con las expectativas de caída del ciclo económico a nivel global.

4. Las respuestas de política económica

El contexto macroeconómico interno, caracterizado por elevadas reservas internacionales del Banco Central e importantes fondos soberanos acumulados por el fisco durante los años de bonanza, ha permitido implementar un amplio espectro de políticas que permitirán moderar los efectos adversos del shock externo. A continuación se analizan las principales medidas de política económica, las cuales dividimos en 4 grandes áreas: política monetaria y estabilidad financiera, política cambiaria, política fiscal y políticas para facilitar el crédito interno.

4.1. Política Monetaria y Estabilidad Financiera

A mediados de 2008, el escenario de inflación que enfrentaba la economía se había deteriorado significativamente. A las alzas en los precios de los combustibles y los alimentos se sumaba un creciente grado de propagación hacia otros precios. Con la inflación ya muy por sobre la meta explícita del Banco Central de 3%, la TPM se empujaba por sobre 8% anual y se esperaba un mayor endurecimiento de la política monetaria.

Las turbulencias financieras de septiembre y octubre modificaron abruptamente el escenario macroeconómico desde el punto de vista de la política monetaria. En particular, la caída esperada en la actividad global y su impacto sobre la actividad interna, el desplome de los precios de las materias primas, y la fuerte depreciación del peso, configuraban un escenario inflacionario completamente distinto al anterior, en un contexto de alta incertidumbre.

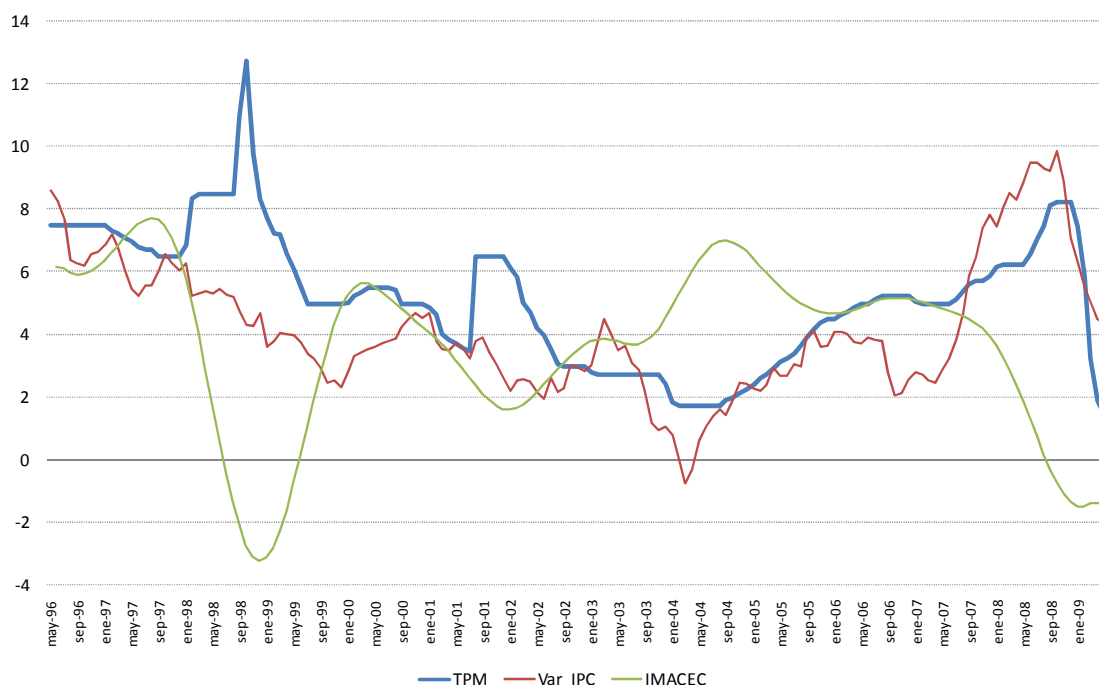
La reacción inmediata de la autoridad monetaria se basó en las políticas de provisión de liquidez con el objetivo de preservar la estabilidad financiera, en un mercado que mostraba evidentes signos de estrés por los acontecimientos mundiales. Inicialmente, se decidió no modificar la tasa de política monetaria, pese a la evidente desaceleración de la demanda y la actividad. La autoridad consideró que persistía algún grado de inercia inflacionaria debido, entre otras cosas, a mecanismos de indexación bastante enraizados en la economía chilena, y

más importante, que la fuerte depreciación del peso impediría una caída más acelerada y continúa de la inflación, en contexto donde la dinámica cambiaria era compleja y volátil.

A fines de 2008 y comienzos de 2009, el cambio en la tendencia inflacionaria ya era evidente luego de su punto de inflexión estadístico de noviembre, iniciándose un proceso de relajamiento monetario de gran magnitud en términos relativos al resto de los países del mundo, y en relación a la propia historia (ver Gráfico 12). Con el objetivo de ajustar la tasa de referencia hacia niveles más coherentes con el estado de la economía, en enero, se decidió comenzar la nueva etapa monetaria con una reducción de la TPM de 100 puntos base, quedando en 7,25%. Sucesivamente, en febrero y marzo se decidió disminuir en 250 puntos base, respectivamente, ubicándola en 2,25% anual, en un clima de recesión manifestándose también con fuerza en varias economías emergentes, y creciente deterioro en la demanda y actividad internas.

Gráfico 12

Tasa de Política Monetaria, Inflación y Crecimiento



Si bien, los ajustes monetarios mencionados son altos en relación a los estándares internacionales, se debe considerar que dados los múltiples shocks inflacionarios previos sufridos por la economía, el Banco Central debió iniciar el ajuste desde un punto bastante más alto que otros países. Además, a diferencia de lo que ocurría en otras economías con fundamentos menos sólidos, no se advierten mayores restricciones macroeconómicas que limiten el accionar de la política monetaria. De esta manera, en abril, mayo, junio y julio se prosiguió con la disminución de la TPM en 50 puntos bases (25 puntos en julio), respectivamente, ubicándola en 0,5%.

Además, de la estabilidad de precios, el objetivo de estabilidad financiera del Banco Central se vio sometido a una fuerte presión en los meses de septiembre y octubre. Ante la emergencia de liquidez ocasionada por la alta incertidumbre interbancaria en los mercados financieros mundiales la reacción de la autoridad monetaria fue inmediata, e incluyó un conjunto amplio de medidas orientadas a facilitar la liquidez en pesos y en dólares.

En ese contexto, se flexibilizan transitoriamente las normas de encaje bancario, permitiendo que éste se constituya usando otras monedas como yenes, euros y moneda local. Se amplió de uno a seis meses el programa de compras swap de dólares, lo que permitió ofrecer al mercado un monto máximo de hasta US\$ 5.000 millones. Adicionalmente, se establecieron operaciones REPO, destinadas a inyectar liquidez en pesos a plazos similares. En un comienzo se ofrecieron estas operaciones por 28 días a la tasa de política monetaria. Luego se ofrecen cada semana durante 6 meses a 7 días renovables. Complementariamente, se aceptaron depósitos bancarios como colaterales en operaciones REPO a 7 días renovables, lo que permitió ampliar el universo de colaterales elegibles en las operaciones de financiamiento del sistema.

El pánico financiero inicial de septiembre y octubre fue bien controlado por las políticas de provisión de liquidez de las autoridades monetaria y fiscal, logrando moderar en parte el deterioro en las condiciones del crédito. A pesar que el mercado financiero doméstico tendió rápidamente a la normalidad, fue inevitable un importante encarecimiento de las condiciones crediticias y debido al aumento en la percepción de riesgo en las instituciones financieras, se produjo un cauto y lento traspaso de la rebaja de tasas a los consumidores.

Sin embargo, en Chile no se observó un episodio de parálisis crediticia, solvencia basada en un sistema financiero sano y bien capitalizado. Así, durante la primera mitad del año las magnitudes de las pérdidas en los mercados financieros de países más desarrollados dejaron de aumentar y los riesgos de quiebras de instituciones financieras con alcance sistémico comenzaron a disminuir. Ello dio paso a una reevaluación de los riesgos, induciendo en Chile una paulatina recuperación del ritmo del crédito, apoyado además por bajas tasas de interés y reforzados mecanismos de provisión de liquidez.

En este sentido, en julio se anunciaron medidas de política monetaria complementarias a la reducción de tasas de 25 puntos base mencionada más arriba. En primer lugar, se acordó establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente. Segundo, se decidió ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año de manera coherente con la decisión anterior. Finalmente, el Banco determinó suspender, por todo lo que resta de 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a un año (PDBC-360).

En la práctica, con estas medidas, el instituto emisor reemplazó la política monetaria con TPM a un día por una de hasta 180 días, por lo cual, se espera una reducción de las tasas de interés de todos los créditos. Las medidas complementarias debieran arrastrar las tasas de largo plazo a la baja, puesto que si los bancos pueden financiarse al 0,5% anual por 6 meses e invertir en bonos de largo plazo en pesos que rinden cerca del 6% anual, con la seguridad de que la TPM no subirá, entonces existe una oportunidad atractiva que debería generar mayor demanda y reducir las tasas de largo plazo.

4.2. Política cambiaria

El Banco Central ha aplicado desde 1999 una política de flotación cambiaria, reservándose el derecho a intervenir en casos excepcionales. Este tipo de casos se determinan uno a uno, pero tienen en común la percepción fundada de que existe un desalineamiento cambiario

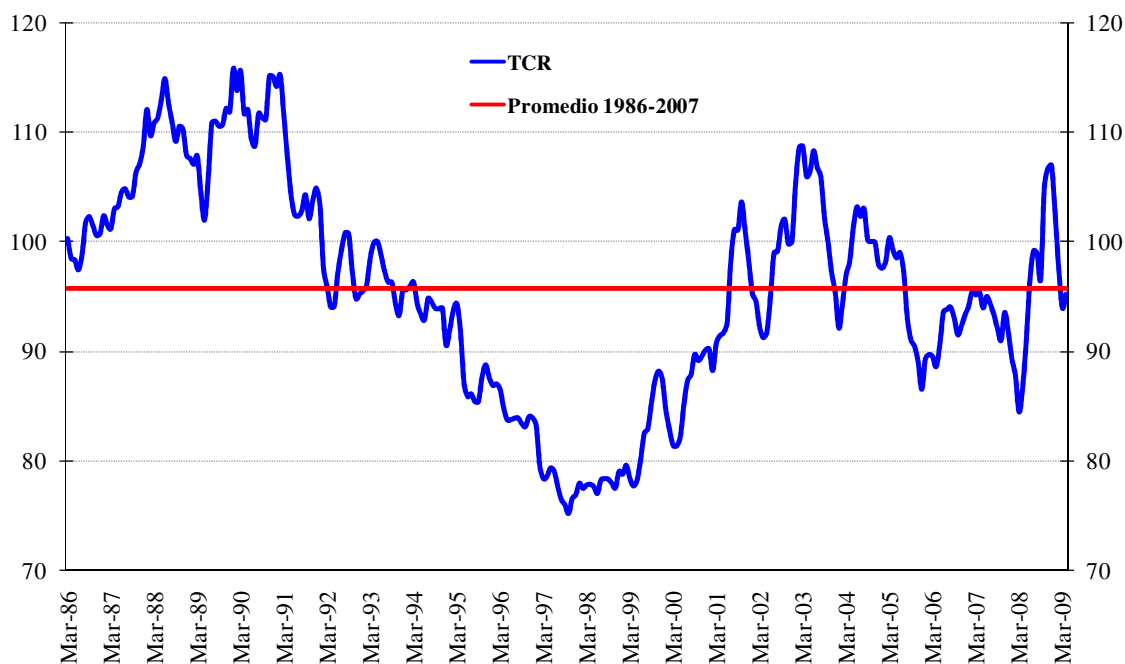
significativo, que se considera dañino, unida a la presunción también fundada de que la acción de intervenir podría tener un efecto estabilizador.

Por ello, y tomando en consideración los riesgos que involucraban sobre la estabilidad financiera de la economía chilena la concreción de algún escenario internacional más negativo de lo esperado, el Banco decidió en abril de 2008 intervenir en el mercado cambiario anunciando un programa de acumulación de reservas internacionales por US\$8 mil millones (aproximadamente 50%), los que serían adquiridos entre abril y diciembre de ese año, con el objetivo de fortalecer la posición de divisas de la economía y así amortiguar escenarios externos crecientemente adversos y potenciales situaciones de estrechez del crédito en los mercados internacionales. La intervención se realizó de forma preanunciada, en subastas competitivas, con el objetivo de cumplir con las normas de transparencia del Banco Central, siendo coherente con el marco de flotación cambiaria y de metas de inflación.

Este incremento de las reservas modificó, además, la posición en moneda extranjera del Banco Central, lo que se consideró consistente con la evaluación de que el tipo de cambio real se ubicaba al momento de la intervención muy por debajo del nivel de equilibrio, esto es, el nivel que prevalecería una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalizaran. Efectivamente, durante varios trimestres del período de boom de precios de los productos básicos, el TCR ha tendido a la sobrevaluación real, tendencia que se profundizó significativamente a comienzos de 2008 (ver Gráfico 13). El alto precio del cobre se conjugó con una elevada y creciente tasa de inflación y un también creciente diferencial de tasas entre la TPM y la tasa de la *fed*, implicando una caída de alrededor de 10% en el TCR y de más de 15% en la paridad nominal en unas pocas semanas.

Gráfico 13

Chile: Tipo de cambio real, 1986-2009
(índice 1986=100)



A partir de Octubre, y en respuesta a la abrupta depreciación del peso generada por las turbulencias financieras, el Banco decidió suspender el programa de compra de reservas internacionales, las que en el mes previo alcanzaron a US\$ 24.200 millones (14% del PIB), es decir, US\$ 6.000 más que a inicios del programa, y el tipo de cambio exhibía una depreciación de 20% nominal (14% real).

Si bien, la política de flotación ha permitido absorber gran parte del shock externo vía tipo de cambio, es claro que este tipo de régimen puede traer consigo una mayor variabilidad e incertidumbre cambiaria. La realidad es que, recientemente, el tipo de cambio ha mostrado gran volatilidad, desalentando (i) la generación de valor agregado al recurso natural, (ii) el ingreso de las PYMEs al esfuerzo exportador, (iii) la sobrevivencia de la industria nacional y del empleo que ella genera, (iv) la inversión productiva en rubros transables, y (v) el aprovechamiento de las oportunidades ofrecidas por los acuerdos comerciales acentuando sus riesgos y costos (ver Ffrench-Davis, 2008).

4.3. Política Fiscal

4.3.1. La Situación Fiscal

La política fiscal llevada a cabo por la autoridad ha incorporado una batería de instrumentos con el objetivo de moderar la caída de la actividad económica y la demanda interna. La importante acumulación de recursos en los años de auge ha permitido diseñar un presupuesto fiscal fuertemente contracíclico para 2009, con un crecimiento del gasto público que alcanzará un 14,5% en términos reales, a pesar de la caída de 23,4% en los ingresos respecto de 2008. Como resultado, se proyecta un déficit fiscal de 4,1% del PIB para 2009, cifra que representa una fracción menor de los 28,5% del PIB en superávits acumulados entre 2004 y 2008, en un contexto de baja deuda pública bruta y de un Fisco que es acreedor neto por primera vez en su historia.

El crecimiento del gasto de 14,5%, supera por mucho el 5,7% que había sido estimado inicialmente en la Ley de Presupuesto 2009 discutida en octubre y noviembre del año previo. Esta diferencia se explica en gran parte por los mayores gastos destinados al plan fiscal que se ha llevado a cabo desde enero, explicando 5% de la diferencia. Además, el plan Pro-Crédito y el Acuerdo Nacional por el Empleo (ver sección siguiente), explican 0,9% del mayor gasto. Finalmente, el 2,9% restante se explica por mayor inflación promedio proyectada para 2009 (que pasó de 5,2% en enero a 2,3% actualmente), lo que implica contablemente una mayor medición real.

La fuerte disminución de los ingresos fiscales se debe en gran parte a la caída del precio del cobre respecto al que se esperaba en enero, pero también a la menor actividad económica que reduce la base imponible, la menor inflación que disminuye la recaudación en moneda nacional y a reducciones temporales de algunos impuestos en el período de crisis. La caída de más de 23% en los ingresos representan un deterioro de alrededor de un cuarto respecto de los proyectados en la Ley de presupuestos. La mitad de la diferencia se explica por menores ingresos esperados en la minería del cobre (CODELCO más tributación de la minería privada), 43% por la reducción de los ingresos tributarios de contribuyentes no mineros y un 7% por otros impuestos como, por ejemplo, la disminución de las rentas de la propiedad.

La política de gasto contracíclico es coherente con el objetivo de la autoridad fiscal de compensar la caída del consumo privado, producida por (a) la disminución de la riqueza y el

ingreso disponible de los hogares y por (b) el aumento en las restricciones de liquidez. El aumento de la brecha entre PIB efectivo y potencial de la economía junto con el creciente desempleo provocados por la crisis permiten estimular la demanda sin desplazar el gasto privado y sin presiones inflacionarias.

Este déficit es el resultado inherente de la regla fiscal chilena, cuya definición es incurrir en déficits en años de contracción y acumular superávits en años de auge. En efecto, la estrategia fiscal chilena se basa en un enfoque estructural de las finanzas públicas utilizado desde el año 2001 (ver Marcel *et al.*, 2001). La regla fiscal estructural calcula ingresos estructurales de modo de corregir las fluctuaciones en los ingresos por fenómenos cíclicos. Primero, los ingresos tributarios no mineros se corrigen por un factor que depende de la brecha entre el PIB efectivo y tendencial de la economía. Segundo, dado que gran parte de los ingresos del fisco chileno provienen de la extracción y tributación sobre la Gran Minería del Cobre, este tipo de ingresos se corrigen por un factor que depende de la brecha entre el precio efectivo y precio de largo plazo del metal. Ambos parámetros estructurales, el crecimiento tendencial y el precio del cobre de largo plazo, son estimados por 2 Comités de expertos independientes, con el objetivo de darle una mayor transparencia a la medición.

Luego de estimados los ingresos de mediano plazo, se obtiene el nivel de gasto estructural compatible con un cierto objetivo de resultado para el sector público. Inicialmente la regla imponía una meta de superávit estructural de 1% del PIB, meta que ha ido convergiendo gradualmente hasta una meta de 0%, lo cual, en parte, ha permitido ir liberando recursos para enfrentar la actual coyuntura internacional. Este enfoque estructural evita políticas fiscales procíclicas y entregan una mayor credibilidad y solvencia fiscal de mediano plazo. En este contexto, es posible la continuidad de las políticas sociales y de desarrollo, al mismo tiempo que se hace frente a la crisis internacional con una serie de medidas que tienen como objetivo minimizar los efectos negativos de la crisis financiera internacional.

Las medidas fiscales adoptadas las podemos dividir en dos etapas. La primera serie de medidas fueron anunciadas y comenzaron a llevarse a cabo en enero de este año. Posteriormente, el gobierno ha sumado la Iniciativa Pro-Crédito, el Acuerdo Nacional por el Empleo, y un nuevo paquete de medidas anunciado por la Presidenta Michelle Bachelet en su discurso anual del 21 de mayo.

La estrategia de financiamiento del déficit fiscal proyectado tiene dos componentes. Primero, la mayor parte del plan fiscal está siendo financiado con dinero retirado del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES).² Este fondo fue creado como complemento a la regla de superávit estructural con el objetivo de acumular los excedentes fiscales existentes en los años en que el precio del cobre estuvo por sobre su nivel de largo plazo. De esta manera se logró ahorrar recursos para ser usados en situaciones recesivas como la actual.³ Se realizó un primer retiro de US\$4.000 millones para la realización de las políticas anunciadas

² Adicionalmente, se creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) cuyo objetivo es apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las Pensiones Básicas Solidarias (PBS) de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios considerados en la Reforma Previsional. De este modo, se complementa el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones.

³ A abril de 2009, el FEES acumulaba un total de US\$18.000 millones mientras que el FRP acumulaba US\$2.500 millones, representando un total de 13% del PIB.

a partir de enero de 2009. Luego, se realizará un retiro adicional de también US\$4.000 millones. Estos fondos ahorrados en el exterior serán convertidos a pesos por el Banco Central, en su rol de Agente Fiscal, en licitaciones competitivas a razón de US\$40 millones por día desde el 1 de julio de este año.

Segundo, se emitirá deuda equivalente a US\$1.700 millones en el mercado local. La emisión de bonos de la Tesorería se divide en: Bonos de la Tesorería General en pesos a 5 años por un monto de 170.000 millones de pesos, bonos de la Tesorería General en unidades de fomento a 5 años por un total de 13.5 millones de UF (unos 282.000 millones de pesos), y bonos de la Tesorería General en UF por un total de 25 millones de UFs (unos 523.000 millones de pesos). Esto se realizará utilizando el mandato otorgado por la Ley de Presupuestos 2009. Las colocaciones se realizarán durante el segundo semestre de este año.

Esta emisión de deuda será coordinada con el Banco Central para controlar los efectos que pudiera tener la emisión en la estructura interna de tasas de interés. El Banco liberará espacio para la deuda dejando de emitir o rescatando deuda por montos equivalentes y en los mismos plazos y monedas. De esta manera el objetivo fiscal es consistente con los objetivos monetarios a cargo del Banco Central, minimizando los efectos cruzados negativos que pudieran producirse ante la descoordinación de las políticas.

La emisión de bonos por parte del Gobierno es consistente con la actitud de eficiencia y prudencia que se ha mantenido durante los últimos años en relación a la deuda pública. Las importantes emisiones en bonos (en pesos UF) llevadas a cabo durante los años 2007 y 2008 fueron respaldadas por cuantiosos superávits fiscales. Estas operaciones fueron parte de un manejo activo de los pasivos, que tenían como objetivos principales el completar la curva de rendimientos y fijar *benchmarks* relevantes para las decisiones del sector empresarial en Chile.

4.3.2. Las Medidas

Se realizará un plan de obras públicas por US\$700 millones consistente en un masivo plan de conversión vial urbana y rural además del adelantamiento de obras de riego y vivienda previamente definidas (en detalle más adelante). Además se pretende que los Gobiernos Regionales generen proyectos de impacto local para sus comunidades.

En el marco del Programa Bicentenario se realizará una mejora y modernización de los Estadios Públicos y polideportivos a lo largo de todo el país. Esto supone la inyección de nuevos recursos. Esto incluye la remodelación del Estadio Nacional con intención de dejarlo con estándares mundialistas.

Estas políticas tienen como objetivo directo el combatir el crecimiento del desempleo a través de la creación o adelantamiento de proyectos en áreas vitales como las ya mencionadas. De esta manera los recursos se invierten en proyectos rentables socialmente con el beneficio adicional de la generación de empleo.

Por otro lado, se llevará a cabo la eliminación temporal durante el 2009 del impuesto de timbres y estampillas que rige para las operaciones de crédito, el cual se restablecerá a una tasa equivalente a la mitad de la actual en el primer semestre del 2010. De esta manera se pretende disminuir los costos del crédito y de otras fuentes de financiamiento para las empresas durante el período recesivo. Así, se ayuda a las empresas a disminuir los problemas

asociados a sus deudas, como también se generan incentivos para seguir realizando proyectos de inversión. Adicionalmente, se reduce el PPM (pago provisional mensual que las empresas realizan a cuenta de los impuestos a la renta anuales que corresponde declarar el mes de abril de cada año) en 15% para pequeñas y medianas empresas y en 7% a las de mayor tamaño durante 2009.

Por otro lado, se realiza un aporte extraordinario de US\$41 millones al Fondo Común Municipal para apoyar la inversión y gasto en las comunidades locales. Esto se fundamenta en el hecho de que son las municipalidades las que se encuentran más cercanas a las necesidades de las personas. Se espera que el aporte del Gobierno Central a este fondo aumente el año 2010 de manera de continuar aliviando las finanzas municipales.

La principal empresa minera estatal CODELCO se capitaliza con US\$1.000 millones para financiar los proyectos de inversión. Esto permitirá continuar con las operaciones y evitar los despidos, como también mejorar el gobierno corporativo de la empresa estatal. Además, se podrán llevar a cabo proyectos de inversión fundamentales para mantener la competitividad de la empresa en el futuro. Otras operaciones bajo la línea son la capitalización (en detalle más abajo) del Banco Estado (principal banco estatal), la Corporación de Fomento (CORFO) y el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE), además de amortizaciones de deuda soberana y de bonos de reconocimiento.

Una medida paliativa central del plan fiscal llevado a cabo por el gobierno es la entrega de dos bonos de \$40 mil cada uno por cada carga familiar para las familias de menores ingresos del país, esto es, los beneficiarios del Subsidio Único Familiar, los receptores de la asignación familiar, las familias del sistema de protección social Chile Solidario y los trabajadores que reciben asignación maternal. El primero se hizo entrega en el mes de marzo para ayudar con los mayores gastos propios de ese mes. El segundo será entregado en el mes de agosto con el objetivo de ayudar con los gastos de invierno. Los beneficiarios de la transferencia monetaria aumentarán de 3,5 millones de personas en el mes de marzo a cerca de 4 millones en el mes de agosto, siempre focalizados en los quintiles de menores ingresos.

Por otro lado se han realizado esfuerzos profundos por mejorar y extender el sistema de pensiones a través de la reforma previsional ya existente al momento de estallar la crisis. Desde julio del año 2008, se comenzaron a entregar las primeras pensiones básicas solidarias (beneficio mensual en dinero que entrega el Estado a todos aquellos chilenos y chilenas que tengan 65 años o más, que no tengan otra pensión y que pertenezcan a los 2 primeros quintiles de la población) por concepto de vejez e invalidez. Hoy son 600 mil las personas que han recibido beneficios de este sistema.

A partir de julio del año 2009 se aumentará la cobertura del sistema de pensiones solidarias pasando del 40% al 45%. Además, se entregarán aportes solidarios para cubrir toda pensión que no sobrepase los 120 mil pesos mensuales. De esta manera, serán beneficiadas 200 mil personas adicionales. Adicionalmente, se entregará un bono por hijo a las madres que cumplan con ciertos requisitos definidos por la ley. Este año se entregarán los primeros 25 mil bonos por este concepto a las mujeres que jubilen desde julio en adelante.

Además, se adelantará en 10 meses la transición de la Reforma Provisional que sería llevada a cabo en 2010. En septiembre de este año la cobertura provisional aumentará nuevamente, ahora de 45% a 50%, y la pensión máxima del Aporte Solidario subirá de 120 mil a 150 mil

pesos. De esta manera, el aumento total en el número de beneficiarios este año crecerá en 350 mil personas, llegando a un total de más de 950 mil personas.

Se reajusta el máximo subsidiado a los Centros de Formación Técnica desde \$190.000 pesos a \$500.000 pesos. Así, se pretende seguir aumentando el número de jóvenes que reciben formación técnica, como también evitar la deserción de los estudios por parte de los estudiantes. Se realizará un nuevo llamado para las Becas Nuevo Milenio, contexto bajo el cual se entregarán 15 mil nuevos beneficios para el segundo semestre de 2009. Así, los estudiantes de menores recursos de centros de formación técnica e institutos profesionales tendrán acceso a un total de 50 mil nuevas becas en total durante este año.

En el ámbito laboral, se entregarán subsidios a la contratación de jóvenes de bajos recursos de entre 18 y 24 años. Los beneficiarios recibirán un subsidio equivalente al 20% de su remuneración y el empleador un equivalente al 10%. Esta medida pretende ayudar, incentivando la contratación y disminuyendo los despidos, a un grupo altamente vulnerable en períodos de crisis, y que encuentra muchos problemas para encontrar trabajo debido a su falta de experiencia laboral.

Como medida central para moderar los efectos de la crisis en el mercado laboral, se anunció recientemente el Acuerdo Nacional por el Empleo. A este concurren todos los sectores relacionados con la producción nacional, ya sean pequeñas y medianas empresas, organizaciones de trabajadores, gremios de grandes empresas y sectores políticos. No solo se quiere combatir el desempleo durante el período de crisis, sino que también preparar a los trabajadores para las circunstancias post-crisis en que habrá condiciones más exigentes en los mercados mundiales. Se aplicarán 6 instrumentos con una duración de 12 meses:

El primero, es un incentivo transitorio para la retención laboral y la capacitación de los trabajadores. Las empresas podrán descontar de sus pagos provisionales mensuales el equivalente a un monto de 2,5 veces el gasto mensual realizado en capacitación, para trabajadores que tengan como sueldo hasta \$380 mil mensuales. De esta manera, los trabajadores elegibles para este incentivo son casi el 80% de los cotizantes del Seguro de Cesantía. Solo podrán acceder a este beneficio las empresas que no hayan reducido su número de trabajadores desde abril del año 2009. De esta manera se genera un incentivo adicional para cuidar el empleo. De hecho, con esta medida se espera que las empresas retengan a unos 18.200 trabajadores.

El segundo instrumento es el Permiso de Capacitación. Esto permite que el trabajador y su empleador pacten un permiso de capacitación de hasta 5 meses durante los cuales este no asistirá a trabajar, y durante los cuales el trabajador recibirá el 50% de su sueldo pagados por el Seguro de Cesantía. El contrato de trabajo seguirá vigente en conjunto a todos los derechos del trabajador, como el pago de sus cotizaciones provisionales, el seguro de accidentes de trabajo y el acceso a las prestaciones del Fondo Nacional de Salud (FONASA). El beneficio máximo para el trabajador por este mecanismo es de \$190 mil. Una condición importante para acceder a este beneficio es que el trabajador asista a cursos de capacitación efectiva en organismos que aseguren una enseñanza de calidad. Además se exigirá al trabajador una asistencia de 75% de las clases del curso de capacitación al que asista, y el curso debe constar de al menos 60 horas de capacitación cada mes. Con esto no solo se evita la desvinculación del trabajador con la empresa, sino que también se aumenta su productividad futura con beneficios para ambas partes. Esta medida pretende capacitar a unos 70 mil trabajadores mensualmente.

El tercer instrumento es un Precontrato de Capacitación y beneficia a personas que están en camino a ser parte de una empresa. Se aumentará el monto máximo de la franquicia tributaria en un 25%. Adicionalmente, se aumentará de 2 a 6 meses la duración de los cursos financiados por este sistema. Se permitirá que en algunos casos la capacitación sea dentro de la empresa e incluso se financiarán costos de alimentación y traslados. El único requisito es no estar trabajando en la empresa al momento de acceder al beneficio. Además, se evitará que los recursos para la capacitación de estas personas no interfieran con los recursos destinados a capacitar personas ya empleadas. Con esta medida se espera que las empresas contraten a 15 mil trabajadores mensuales.

El cuarto instrumento tiene como objetivo ayudar a las mujeres trabajadoras jefas del hogar. Se les entregará capacitación gratuita además de beneficios como subsidios de movilización y alimentación. Además, es un programa de apoyo al micro emprendimiento por parte de estas mujeres. De esta manera recibirán subsidios para la adquisición de herramientas o elementos necesarios para la materialización de actividades productivas propias. Recibirán este beneficio unas 28 mil mujeres jefas del hogar.

El quinto instrumento es apoyo a los trabajadores especializados que pretenden mejorar sus perspectivas de trabajo futuras. Se quiere que los maestros de ciertos oficios certifiquen sus conocimientos y competencias. Esto será realizado a través de la evaluación de las competencias por parte de organismos técnicos. De esta manera, los trabajadores podrán iniciar capacitaciones en niveles más avanzados gracias a la experiencia que ya han ganado en distintos oficios. Este beneficio se extenderá a distintas regiones y sectores productivos como metalmecánica, turismo, minería, telecomunicaciones o comercio. Se espera validar el conocimiento de unos 100 beneficiarios cada mes.

El sexto y último instrumento pretende proteger los ingresos familiares en caso de que la madre o el padre se queden sin trabajo. Se acelerará el ingreso de trabajadores contratados a plazo fijo a los beneficios del Seguro de Cesantía. Esta medida se realiza una vez y consiste en considerar como pagadas al Fondo de Cesantía Solidaria todas las cotizaciones efectuadas a la cuenta individual de estos trabajadores durante los 24 meses anteriores al 1 de mayo de este año. De esta manera, se da acceso más rápido a más trabajadores al Fondo de Cesantía Solidario. Este punto beneficiará a 25 mil personas en total.

Gran parte de los instrumentos mencionados anteriormente se sustentan en el compromiso por parte de los organismos de capacitación vinculados a las empresas que generen los cupos de capacitación suficientes para que esta medida tenga éxito. Por este motivo, fue fundamental el llamado de la Presidenta a todos los sectores para aprobar este Acuerdo Nacional por el Empleo, de manera que el esfuerzo colectivo permita obtener los resultados deseados en cuanto a menores niveles de desempleo, mayor productividad y competitividad de las empresas.

Parte importante del sistema de protección social existente en Chile es la protección integral de la infancia a través del programa Chile Crece Contigo. El programa se encarga de todos los niños de Chile preocupándose desde el período de su gestación hasta su ingreso al primer nivel del sistema educativo. En este momento el programa cubre al 40% de los niños de familias más vulnerables, lo que se extenderá a 50% con la intención de alcanzar una cobertura de 60% de los hogares más vulnerables para el año 2011. Una medida que comenzará a contar de julio de este año en relación al programa Chile Crece Contigo es la

entrega de un ajuar a todos los niños y niñas recién nacidos en los establecimientos públicos de salud.

Parte fundamental del plan fiscal consiste en políticas relacionadas con vivienda social. Se aumenta transitoriamente el monto del subsidio habitacional hasta 200UF de las viviendas que tienen un valor hasta 1.000 UF durante 24 meses. Se crea transitoriamente un subsidio habitacional para viviendas de valor entre 1.000 y 2.000 UF que comienza en 200UF y disminuye linealmente hasta 100 UF dependiendo del valor de la vivienda. También se aumenta la cobertura del seguro de remate para asegurar al acreedor por el saldo del crédito otorgado para el financiamiento de la vivienda.

Se anuncian 15 mil nuevos subsidios de protección al patrimonio familiar, lo que completará más de 100 mil de estos subsidios a lo largo de 2009. Además se anuncia que se aumentarán en un 20% los recursos del Fondo Solidario de Vivienda I lo que se refleja en 8 mil nuevos subsidios, completando casi 50 mil a lo largo del año. Además, se crea un programa extraordinario que construirá 25 mil nuevas viviendas como parte del plan de estímulo fiscal antes mencionado. Esto apunta directamente a dos objetivos altamente importantes como son el construir viviendas dignas para todos los chilenos y dar trabajo transitorio a las personas desempleadas producto de la crisis.

4.4. Políticas de Crédito

Se llevan a cabo numerosas políticas crediticias con el fin de apoyar a las empresas del país durante el período de crisis. Estas medidas son focalizadas a distintos sectores de distintas maneras para que sus resultados sean más efectivos.

Se amplía el programa de cobertura de préstamos bancarios a los exportadores. Esto a través de un aumento en el conjunto de empresas que pueden acceder a este beneficio (de US\$20 millones de ventas al año a US\$30 millones) y de una ampliación del alcance de la cobertura (desde los primeros US\$2 millones a los primeros US\$5 millones). Además se les permite postular en línea a la garantía obteniendo la aprobación en solo 2 días. Además se destinan US\$50 millones adicionales a COBEX (cobertura o garantía que facilita el financiamiento bancario a los exportadores, cubre el riesgo de no pago de los créditos que los bancos otorguen a las empresas exportadoras medianas y pequeñas), con lo que se pueden garantizar hasta US\$1.000 millones en préstamos. Por otro lado se amplía la cobertura otorgada por la CORFO desde US\$1 millón a un máximo de US\$2.5 millones (según el monto del crédito).

Se licita una línea de capital de trabajo por US\$200 millones para efectuar préstamos con destino a las empresas de menor tamaño. Además se aumenta el patrimonio del FOGAPE en US\$130 millones para reducir los riesgos por vía de las coberturas. Esto permitirá garantizar créditos por más de US\$2.000 millones. Adicionalmente se flexibiliza y simplifica la administración de este fondo. Por último se extiende su cobertura a empresas medianas (ventas hasta 100.000 UF por año) desde 3.000 UF a 10.000 UF con un tope de 50% del crédito.

La CORFO establecerá nuevas líneas de financiamiento por US\$100 millones a empresas de *factoring* no bancario para potenciar el financiamiento a las pequeñas empresas. Éstas deberán cumplir con ciertas condiciones, como adecuados sistemas de control de riesgos y mejores condiciones al cliente tanto en tasa de descuento.

Con estas medidas tanto los exportadores como las pequeñas y medianas empresas del país podrán resistir la crisis a través del endeudamiento para financiar sus operaciones e inversiones, disminuyendo los riesgos de quiebra por iliquidez. Las coberturas permiten que los negocios rentables en el largo plazo no sean destruidos por la coyuntura recesiva y puedan mantenerse en funcionamiento durante este año. Además, la política consiste en asegurar préstamos y deuda pero con una adecuada evaluación del negocio para ver si realmente es conveniente seguir operando. Así, las empresas ineficientes sí cerraran, lo cual permitirá reasignar los recursos en diversos sectores hacia empresas más productivas y eficientes.

Para evitar la deserción de estudios universitarios, se dispondrá de una línea CORFO especial en la cual las instituciones de educación superior podrán solicitar créditos en el sistema financiero, recursos con los cuales podrán dar facilidades de pago a los alumnos que sufran de la cesantía de aquéllos que financian sus estudios.

Una iniciativa fundamental que tiene como fin el estimular el crédito bancario y no bancario, y brindar más opciones de financiamiento a las personas y las pequeñas y medianas empresas, es la iniciativa Pro Crédito. Una medida central de este programa es la capitalización del Banco Estado. Esta iniciativa, además, cubre 3 grandes áreas: el apoyo al micro emprendimiento, dar incentivos para facilitar el crédito bancario y medidas para promover la oferta no bancaria de crédito. De esta manera, se busca fomentar la competencia en el sistema financiero local.

El gobierno incrementará el capital del Banco Estado en un monto de US\$500 millones, aumentando el capital del banco en un 50%. Esta medida permitirá estimular la entrega de créditos a los pequeños y medianos empresarios, y a las personas de sectores medios. El volumen de créditos entregados crecerá de manera significativa, y además, se mantendrá un índice de adecuación de capital mayor o igual al 12,5% promedio del sistema.

Respecto al apoyo al micro emprendimiento se toman una serie de medidas. Primero, se inyectan recursos adicionales a SERCOTEC (Servicio de Cooperación Técnica) para duplicar en 2009 el capital semilla para las microempresas. Así, se llega a 1.600 empresas beneficiadas y duplicando de esta manera también el número de personas beneficiadas, llegando a las 2000 en este año. Esta medida requiere US\$5 mil millones este año. Segundo, se triplicará el financiamiento del programa FOSIS (Fondo de Solidaridad e Inversión Social) que tiene como objetivo el subsidiar los costos de las operaciones que entregan créditos a los microempresarios más vulnerables. Este financiamiento adicional tendrá un costo de US\$1.500 millones. Por último, se ampliará a 3 años el plazo máximo para renegociar las deudas tributarias lo que implicará una menor carga financiera todos los meses para todos los beneficiarios que accedan a este beneficio.

En cuanto a los incentivos para facilitar el crédito bancario se ponen en marcha varias iniciativas. Los créditos para las viviendas con subsidio estatal pasaran de cubrir el 80% del valor de la vivienda a un 90%. Adicionalmente, se fortalecerán aún más los programas de la CORFO que ofrecen garantía del Estado a las pequeñas empresas que quieran acceder a créditos o renegociar sus deudas. En conjunto con esto, se extenderán las operaciones incluidas en el FOGAPE. Este fondo podrá transitoriamente beneficiar a empresas de mayor tamaño para cuidar el empleo de sus trabajadores. Finalmente, se agilizará los procesos administrativos para que los bancos puedan otorgar estas garantías estatales, renegociar los créditos y operar con bienes recibidos en garantía, de manera más eficiente.

En relación a las medidas que pretenden facilitar el financiamiento no bancario se tiene como objetivo aumentar la competencia en el sector financiero para que otros actores puedan entregar créditos a las personas y a las PYMES. Se aumentará la capacidad de préstamo de las compañías de seguro y se facilitará la participación de estas compañías a créditos sindicados. Se permitirá que las Cajas de Compensación emitan mutuos hipotecarios endosables para la compra de viviendas. Se promoverá la securitización de los préstamos para las empresas más pequeñas con el consiguiente abaratamiento del costo para éstas. Por último, se quiere aumentar la liquidez y demanda de los bonos de oferta pública para que estos se conviertan en alternativa de financiamiento para las empresas. Esto en conjunto con subsidios a los costos de usar estas herramientas financieras para las pequeñas empresas.

Existen otros canales para proveer financiamiento de largo plazo a las PYMES de manera que éstas puedan realizar sus proyectos de inversión. Esto se realiza a través de inyectar mayores recursos al Fondo de Garantía para Inversiones (FOGAIN), destinada a garantizar créditos de inversiones de mediano y largo plazo para empresas que no cuentan con garantías suficientes.

En relación a las empresas extranjeras, se permite que éstas y los Estados extranjeros operen en Chile sin pagar impuestos por ganancia de capital. Además, el servicio de impuestos internos liberará a los extranjeros de la obligación de dar aviso de inicio de actividades, de llevar contabilidad en Chile y de declarar anualmente sus rentas. De esta manera, se pretende incentivar la inversión y los negocios de parte de los extranjeros dentro del país, ayudando a la reactivación de la economía.

Se agiliza la devolución de los impuestos y los procedimientos por parte del Servicio de Impuesto Internos. Esto para las empresas y personas que hayan tenido un buen comportamiento previo, exportadores, sector construcción y agricultores. Se devuelve de manera anticipada en septiembre el impuesto a la renta correspondiente al año tributario 2010. De esta manera, se tendrá acceso antes a la devolución de impuestos para poder pagar deudas o para realizar proyectos de inversión.

Se implementará un sistema que apoye el pago de los dividendos hipotecarios a las personas que sean despedidas. El gobierno financiará un seguro de desempleo para las personas que estén pagando una vivienda de hasta 2.000 UF con algún subsidio del Ministerio de Vivienda. Este seguro pagará hasta 4 meses de dividendo para estas personas que pierdan su trabajo. De esta manera se ayuda a las familias que enfrentan la pérdida del empleo y que además soportan la carga de estar pagando por una vivienda propia.

5. Perspectivas para la economía chilena

El mundo está atravesando una severa crisis y los riesgos han aumentado. Se ha producido una abrupta contracción de la producción y del comercio internacional. Chile, al ser una economía pequeña y muy abierta al exterior, no ha estado al margen de los acontecimientos y tendencias mundiales.

No obstante la complejidad del escenario mundial actual, Chile cuenta con un marco de políticas económicas flexibles, capaz de sostener por un buen tiempo políticas fuertemente expansivas con tal de moderar los efectos adversos de la crisis internacional. El país nunca había estado tan bien preparado como hoy para enfrentar una crisis financiera, de las cuales ha sufrido muchas. Para ello cuenta con un sistema financiero sólido y una fuerte posición fiscal y de reservas internacionales.

Las principales fortalezas provienen, primero, de una regla fiscal estructural que desvincula el gasto de los componentes cíclicos de los ingresos. Esto asegura solvencia fiscal en el largo plazo y la continuidad de las políticas sociales que se han ido instaurando. Segundo, un Banco Central independiente que cuenta con un elevado nivel de credibilidad. Y tercero, una estricta regulación financiera heredada de la crisis bancaria de 1982, que ha implicado el desarrollo de un sistema financiero interno bien capitalizado y dinámico.

A pesar de todo, el impacto de corto plazo sobre el sector real de la economía ha sido evidente. La actividad económica y especialmente la demanda interna han disminuido considerablemente en los últimos meses. La economía caerá en recesión, y será difícil retomar tasas de crecimiento cercanas a las de tendencia, en una economía que ya venía operando por debajo de su potencial durante largo tiempo. La tasa de desempleo ha aumentado y se espera que lo siga haciendo por un tiempo más, llegando a niveles por sobre los alcanzados durante la crisis asiática.

En el mediano plazo, se destacan las dudas respecto de las medidas tomadas para resolver los problemas del sistema financiero internacional, posibles medidas proteccionistas por parte de algunos gobiernos y la posibilidad de una deflación en los países desarrollados. Otro escenario incluye el riesgo de presiones inflacionarias globales de mediano plazo si los potentes estímulos fiscales y monetarios en todo el mundo no se gestionan adecuadamente. Adicionalmente, los desbalances globales aún no han sido resueltos.

Ante una crisis sin precedentes, respuestas sin precedentes. El plan fiscal llevado a cabo por el gobierno alcanza el 2,8% del PIB, uno de los más altos en todo el mundo. El Banco Central se ha encargado de proveer oportunamente liquidez en pesos y el dólares, y la tasa de política monetaria se ha reducido significativamente durante 2009. Adicionalmente, las autoridades han diseñado variados mecanismos para facilitar el crédito y el emprendimiento, al mismo tiempo que se protege el empleo, se refuerzan los sistemas de previsión social y se continúa con la red de políticas sociales permanentes.

Referencias

Banco Central de Chile, Balanza de Pagos, publicación anual, Santiago.

Banco Central de Chile, Boletín Mensual, varios números, Santiago.

Banco Central de Chile, Informe de Estabilidad Financiera, varios números, Santiago.

Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria, varios números, Santiago.

CEPAL (2009). La Actual Crisis Financiera Internacional y sus Efectos en América Latina y el Caribe.

De Gregorio, J. (2009). Chile Frente a la Recesión Mundial del 2009. Banco Central de Chile, Documentos de Política Económica N°30, marzo.

FMI (2009). World Economic Outlook, abril.

FMI (2009). Perspectivas Económicas. Las Américas: Los Fundamentos Más Sólidos Dan Dividendos. Estudios Económicos y Financieros, mayo.

Ffrench-Davis, R. (2009). Crisis Global, Flujos Especulativos, y Financiación Innovadora para el Desarrollo. Revista de la CEPAL N°97, abril.

Ffrench-Davis, R (2008). Chile Entre el Neoliberalismo y el Crecimiento con Equidad: Reformas y Políticas Económicas desde 1973.