

## La Economía Chilena Frente a la Crisis Financiera: Respuestas Contra-Cíclicas y Desafíos Pendientes

### **Autores:**

Ricardo Ffrench-Davis  
Rodrigo Heresi

Santiago, Septiembre de 2014

[sdt@econ.uchile.cl](mailto:sdt@econ.uchile.cl)  
[econ.uchile.cl/publicaciones](http://econ.uchile.cl/publicaciones)

---

## **LA ECONOMÍA CHILENA FRENTE A LA CRISIS FINANCIERA: RESPUESTAS CONTRA-CÍCLICAS Y DESAFIOS PENDIENTES\***

*Ricardo Ffrench-Davis y Rodrigo Heresi\*\**

### **Resumen**

Ante el contagio de la crisis financiera internacional, la economía chilena experimentó una intensa reducción del precio del cobre y de los flujos de capitales. Consecuentemente, la demanda agregada y el empleo de trabajo y capital productivo se contrajeron hacia fines de 2008. En ese escenario, a diferencia de la reacción frente al contagio de la crisis asiática, la autoridad económica adoptó un amplio conjunto de políticas públicas contra-cíclicas, caracterizadas principalmente por un aumento significativo, en 2008 y en 2009, del gasto fiscal, medidas pro-empleo y pro-crédito. Ello implicó un déficit fiscal responsablemente financiado con su fondo soberano. Hacia fines de 2009 la economía ya estaba en efectiva reactivación. Concluida la reactivación en 2012, con un crecimiento promedio del PIB de 3.9% entre este año y el *peak* anterior en 2007, subsisten los desafíos de recuperar un crecimiento como el registrado en los noventa y acelerar el combate a la desigualdad que aún caracteriza a la sociedad nacional.

Palabras claves: contra-cíclico, PIB potencial, política fiscal, inversión productiva, flujos financieros, desigualdad.

### **Abstract**

Under the contagion of the international financial crisis, the Chilean economy recorded a sharp reduction in its terms of trade and capital inflows. Consequently, aggregate demand and output (together with the rate of utilization of labor and capital) declined sharply by late 2008. In that scenario, in contrast to the previous episode of contagion of the Asian crisis, the economic authority reacted aggressively with a broad set of countercyclical policies, mainly characterized by a significant increase in fiscal expenditure together with focalized pro-poor, pro-employment and pro-credit interventions. The resulting fiscal deficit was responsibly financed with the sovereign buffer fund accumulated in previous years. As a result, by late 2009 the economy was already recovering, a process that peaked in 2012, with a 3.9% average GDP growth between 2007 (the previous peak) and 2012. Then, Chile faced the challenge of recovering the growth rates recorded in the nineties and overcoming the high income inequality that still characterizes the Chilean society.

---

\* Será publicado en ***Crisis global, respuestas nacionales. La Gran Recesión en América Latina y Asia Pacífico***, editado por J.L. León, Observatorio América Latina Asia Pacífico, con apoyo de CEPAL, ALADI y CAF, Montevideo, Uruguay.

\*\* Agradecemos los valiosos comentarios de José Luis León y de participantes en este Proyecto.

## Introducción

Con el contagio de la crisis financiera internacional las principales variables macroeconómicas de Chile experimentaron un intenso período de ajuste en las tasas de interés, tipos de cambio, precios de activos y de materias primas, demanda agregada y empleo. Durante 2009, la economía chilena se debatió entre dos fuerzas contrapuestas: por un lado, el fuerte *shock* externo negativo producido por las ramificaciones financieras y comerciales de la crisis internacional; por otro, 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 utilizado ante la emergencia fue amplio, incluyendo una intensa (aunque retrasada) relajación monetaria, un aumento significativo del gasto público, medidas pro-empleo y pro-crédito, y transferencias monetarias directas a los sectores de menores recursos.

En los meses previos a la crisis, la economía vivía un complejo escenario interno y externo. Si bien, el país disfrutaba de un persistente *shock* positivo en los precios internacionales de sus materias primas, el auge de las cotizaciones de los combustibles y alimentos a nivel internacional dio paso a un persistente incremento del índice de precios al consumidor, el que se encumbró por varios trimestres por sobre la meta explícita del Banco Central.

En ese contexto externo, Chile sufrió el impacto de la crisis internacional. Durante septiembre y octubre de 2008, abruptamente se revirtieron las trayectorias de los precios de las materias primas, la inflación y el tipo de cambio, mientras el superávit externo se transformó rápidamente en un déficit. Ante la caída de los precios de exportación y de la actividad económica el fisco rápidamente puso en marcha una vigorosa política contracíclica. En efecto, avanzó hasta un déficit estructural, con el objetivo de inyectarle un fuerte poder contra-cíclico a la regla fiscal de balance estructural. Ello fue seguido, con varios meses de rezago, por un fuerte ajuste a la baja en la tasa de interés de la política monetaria.

La crisis encontró a Chile con un sistema bancario bien regulado y capitalizado, un fisco que por primera vez en su historia era acreedor neto del resto del mundo y (previo a la crisis) con un significativo superávit en la cuenta corriente.

En la sección I del presente capítulo se realiza una breve reseña de la situación de la economía chilena en los años previos a la crisis; se pone especial énfasis en los cambios registrados en el enfoque macroeconómico desde los años que anteceden a la crisis asiática hasta los meses previos al contagio de la crisis, con el objetivo de entender los procesos de mediano plazo de la economía. En la sección II se analizan en profundidad los efectos de la crisis de 2009, y los condicionantes internos; la sección III recuenta las respuestas de política económica, y la sección IV los efectos de esas respuestas en detalle hasta 2010; un breve recuento cubre hasta inicios de 2014. Finalmente, la sección V presenta una agenda de desarrollo y reflexiones finales.

## **I. Desde la macroeconomía para el desarrollo a la macro del Consenso de Washington**

### ***1. Macro para el desarrollo en 1990-95 y contagio de sobre-optimismo en 1996-98***

La primera mitad de la década de los noventa (1990-1995) tuvo características positivas muy particulares. En el frente interno, el producto crecía a una tasa inédita de 7.8% anual, liderado por crecientes tasas de inversión y sustentando significativos aumentos reales en los salarios y el empleo. Adicionalmente, no sólo se detuvo el deterioro distributivo heredado del régimen dictatorial, sino que se registró cierta mejora. En el frente externo, se logró mantener un déficit sostenible, mientras el tipo de cambio se apreciaba moderadamente, de manera consistente con los fundamentos de la economía y el equilibrio externo. Para moderar el impacto de una oferta masiva de capitales financieros, la autoridad monetaria impuso un encaje no remunerado especialmente oneroso para las entradas de muy corto plazo; la intensidad de la regulación prudencial se fue ajustando en función de la intensidad de la oferta de fondos del exterior con un monitoreo continuo de la evolución del balance en cuenta corriente y su sostenibilidad, de la composición de los flujos de fondos y eventuales elusiones del control de capitales, y un manejo activo del tipo de cambio (ver Recuadro 1).

(Recuadro 1)

En general, hasta 1995, las políticas estabilizadoras del entorno macroeconómico que se establecieron con el retorno a la democracia en 1990, habían desalentado los componentes más volátiles de las entradas de capital e impidieron una apreciación excesiva del tipo de cambio real. Sin embargo, desde 2006, no obstante que se registró una gran oferta de financiamiento externo a las economías emergentes, las autoridades mantuvieron una intensidad inmutable de los instrumentos de política que habían utilizado. La consecuencia obvia fue que, en los años siguientes, las entradas de capital superaron la capacidad de los mercados internos para absorberlas con eficiencia y sin generar desequilibrios futuros. En efecto, el tipo de cambio real (TCR) promedio de 1996-98 se revaluó 19% respecto del promedio de 1990-95. Esta apreciación y la generación de liquidez por los inlfujos, a su vez, estimuló fuertemente la demanda agregada; ese estímulo, dada la apreciación, estuvo sesgado a favor de la demanda de bienes transables, con lo que contribuyó a duplicar el déficit en cuenta corriente, que se empinó al 4.8% del PIB en 1996-1997.

Había indicios crecientes, desde 1996, de que se estaban desalineando los macro-precios claves y que era necesario fortalecer los instrumentos para enfrentar flujos financieros excesivamente abundantes; pero el Banco Central no mostró mayor compromiso con la defensa de un tipo de cambio competitivo y consistente con el equilibrio externo. En efecto, privilegió el objetivo de control inflacionario, que obviamente era facilitado por la apreciación cambiaria, subestimando la vulnerabilidad externa que se estaba generando. Recordemos que eran tiempos de contagio de un extremo optimismo en los mercados financieros internacionales respecto de las economías emergentes.

Dado que la expansión de la oferta externa de capitales operaba como el factor generador de este desequilibrio, era necesario actuar con medidas macroeconómicas contra-cíclicas que encarecieran el crédito externo, desalentasen la inversión de cartera y evitasen la apreciación del tipo de cambio.

En el bienio 1996-1997, tanto el producto como la inversión se mantuvieron pujantes en respuesta al pleno uso de la capacidad productiva; sin embargo, hubo un debilitamiento en los avances distributivos (con cierto deterioro en los indicadores de desigualdad), al mismo tiempo que se generaban los ya mencionados riesgosos

desequilibrios en el sector externo; posteriormente, ellos implicaron elevados costos económicos y sociales con el contagio de la crisis asiática.

Pese a que la renuncia al manejo activo del encaje y las otras medidas prudenciales atrajeron los desequilibrios, la opción intermedia de mantener el *status quo* en vez de la opción extrema de liberalización de la cuenta de capitales, sí contribuyó significativamente a moderarlos. Los desequilibrios se limitaron al período que medió entre 1995 y la llegada del contagio asiático en 1998. A su vez, aunque el nivel del encaje fuese, a esas alturas, insuficiente para lograr un equilibrio, su permanencia surtió algún efecto restrictivo entre ambas fechas.

Con todo, los desequilibrios eran de origen externo y se localizaban, predominantemente, en el sector privado (Marfán, 2005). En efecto, el presupuesto fiscal mostraba un superávit sustancial (2.1% del PIB en 1996-1997), mientras que el sector privado exhibió un déficit creciente que alcanzó 6.4% del PIB (Ffrench-Davis, 2014, cuadro I.4). El creciente déficit privado se relacionaba con las políticas monetaria, cambiaria y de cuenta de capitales del Banco Central. Fuertes trabas para la coordinación del equipo económico con el Banco Central, a su vez, se relacionaba con la autonomía de éste, un tema entonces tabú. El temor a debatir el tema pasaba por alto el hecho de que no existe una forma única de autonomía en el mundo.

## ***2. Fase recesiva en 1999-2003 y adopción del enfoque macro modal***

La crisis asiática interrumpió el período de mayor auge económico en la historia de Chile. La economía debió ajustarse en respuesta a los *shocks* externos negativos enfrentados desde 1998 –el deterioro de los términos de intercambio y la reducción de la oferta de capitales externos. Adicionalmente, lo que revistió gran relevancia, fueron las nuevas facilidades para el egreso de capitales de residentes, en particular de las Administradoras de Fondos Previsionales (AFP).

Los síntomas contagiosos de la crisis asiática se sintieron con fuerza en 1998-1999. Las fuertes entradas de capital de 1996-1997 se transformaron luego en salidas de fondos nacionales y externos, estimuladas por la evidencia de que el tipo de cambio estaba atrasado. Luego de un intento de frenar la salida de fondos mediante una elevación

notable de la tasa de interés, en septiembre de 1999 se inició un régimen de flotación libre del tipo de cambio. Desde entonces el tipo de cambio ha exhibido una volatilidad muy significativa, dificultando la evaluación de proyectos de inversión de mediano plazo, y en particular, desalentando la inversión en transables no tradicionales con mayor valor agregado.

Desde inicios de 1998 se registró una voluminosa salida de recursos, principalmente desde los fondos de pensiones, que pudieron especular contra el peso cuando las expectativas pasaron de la apreciación a la depreciación cambiaria. Las liberalizaciones previas y la elevada liquidez de sus fondos les facilitaron esa acción procíclica (Ffrench-Davis, 2014, gráfico IX.1). Las salidas de los fondos de las AFP, entre enero de 1998 y junio de 1999, se encumbraron al equivalente de 4.8% del PIB de 1998 y a 12% del total de los fondos previsionales. Ello, naturalmente, tuvo un impacto contractivo adicional, intenso, sobre la liquidez monetaria y la demanda agregada.

La producción se contrajo desde la tendencia de crecimiento sostenido de 7% a una caída de 0.8% del PIB efectivo en 1999. Dado que la capacidad productiva siguió expandiéndose, debido a la todavía elevada inversión de 1998, con la caída del PIB efectivo y el alza del PIB potencial emergió una fuerte brecha recesiva en 1999. Una brecha de cierta significación se extendió hasta 2012, reflejando una falencia de las políticas macroeconómicas.

No obstante que la recesión fue comparativamente suave en 1999 –en contraste con el 17% y 14% de caídas del PIB en 1975 y 1982, respectivamente– el costo social y económico fue significativo. Tres consecuencias fueron (i) una elevada tasa de desempleo (del orden de 10%); (ii) una caída en la tasa de inversión, de aproximadamente 3 puntos del PIB durante todo ese quinquenio, y (iii) una *internalización* de la fase recesiva en la tasa de crecimiento tendencial objetivo de las políticas económicas. En efecto, la tasa de crecimiento tendencial cayó significativamente con el contagio de la crisis asiática, desde niveles del 7% anual hasta alrededor del 4%. Ello ha sido la consecuencia de que, en los últimos años, la estimación oficial ha ido corrigiéndose a la baja, en la medida que las tasas de crecimiento efectivas han registrado promedios consistentemente menores que las tasas tendenciales estimadas ex ante.

El entorno macroeconómico fue objeto de cambios significativos desde fines de los noventa. Las autoridades del Banco Central optaron por un nuevo marco para la política macroeconómica, que comprendía (i) una política monetaria centrada en cumplir prioritariamente una meta inflacionaria (en el rango de 2 a 4%); (ii) flexibilidad cambiaria plena, y (iii) una cuenta de capitales abierta. Consecuentemente, se eliminaron la mayoría de las regulaciones a la cuenta de capitales que aún permanecían vigentes. En abril de 2001 se suspendió el uso del encaje (que entonces tenía una tasa de 0%), afirmándose que con ello se alcanzaba la completa apertura financiera de la economía. Es relevante recordar que esas reformas pro-cíclicas se ejecutaron cuando prevalecía una brecha recesiva elevada, resultante de una restricción externa dominante. En forma complementaria, el límite para la inversión de las AFP en el exterior se elevó, en varios saltos, desde 12% del fondo en enero de 1999, a 30% en 2004. En el lado positivo, contra-cíclico, la autoridad formalizó una política fiscal basada en una regla de balance estructural que permite mantener un gasto consistente con los ingresos estructurales del gobierno (Ffrench-Davis, 2010).

En este lapso, el PIB potencial creció del orden de 4% anual, en tanto que el aumento del PIB efectivo promedió 2.6%. Evidentemente, cada día que la producción se expandía a una velocidad menor que 4% se acumulaba una brecha recesiva mayor, con un efecto depresor sobre la formación de capital.

En efecto, la inversión experimentó un brusco retroceso en 1999, y no lograría recuperarse en todo un quinquenio: el año 2003 la tasa de inversión bruta era aún tres puntos inferior al 23% de 1998. Ello era, principalmente, el resultado de una economía que se encontraba trabajando con una elevada brecha de subutilización de su capacidad, del orden de 6% del PIB potencial en 1999-2003, reflejando un *desequilibrio de la economía real*. Como se observa en el Cuadro 1, y en numerosos otros casos nacionales de ajuste recesivo, en cuanto la brecha tiende a agrandarse, la tasa de inversión suele caer, afectando el crecimiento potencial.<sup>1</sup>

(Cuadro 1)

---

<sup>1</sup> Similar comportamiento se registra en la mayoría de los países de América Latina durante la implementación del C.W. (ver Ffrench-Davis, 2005, cap. II).



En nuestra opinión, se desaprovechó la posibilidad de poner en ejecución un vigoroso *shock* interno reactivador, aprovechando todas las fortalezas acumuladas por la economía chilena: (i) un gobierno con disciplina fiscal, con una deuda mínima y un superávit efectivo que promedió 1.9% del PIB en 1990-98; (ii) una regla fiscal de balance estructural que implica frenar el aumento del gasto en épocas de *vacas gordas*; (iii) una moderada proporción de pasivos externos de corto plazo; (iv) un Banco Central con elevadas reservas internacionales; (v) una inflación efectiva y subyacente baja, y (vi) un sector privado capaz de producir cerca de 6% más de lo que estaba produciendo entonces.

Así, las condiciones para inducir un *shock* interno reactivador del gasto privado estaban al alcance de la mano, ya que, adicionalmente, tanto la apreciación real como el déficit externo excesivos de 1998 habían sido corregidos en 1999. Las autoridades económicas locales rechazaron esa opción, argumentando que los mercados financieros lo evaluarían negativamente, elevarían los *spreads* cobrados a Chile, y su impacto negativo sería mayor que el efecto reactivador del *shock*.

Sin embargo, los buenos fundamentos macroeconómicos cosechados en los años previos, permitieron a la autoridad, con decisión política, intensificar avances en el gasto social después de la crisis asiática. De esta manera, nuevos programas sociales, con un marcado carácter progresivo (Chile Solidario y Plan AUGE de salud), permitieron continuar con la reducción de la pobreza (que disminuyó desde 22% de la población en 1998 a 19% en 2003), a pesar del entorno recesivo y del mayor desempleo.

### ***3. Shock externo positivo en 2004-2008/II y reactivación incompleta***

Desde el año 2003, los mercados internacionales experimentaron un alza significativa en los precios de las materias primas y en el volumen del comercio mundial, lo que implicó un fuerte *shock* externo positivo en economías intensivas en la producción de esos recursos. En consecuencia, Chile se benefició de un aumento notable en sus términos de intercambio; no obstante que una proporción elevada del mejoramiento se filtró al exterior, como remesas de la inversión extranjera, el remanente implicó la desaparición de la restricción externa dominante en el quinquenio recesivo precedente, y la generación de un notable superávit fiscal en este nuevo quinquenio,. Este *shock*

exógeno positivo elevó la demanda agregada y, con ello, la tasa media de crecimiento del producto efectivo desde 2.6% en 1999-2003 hasta 5.8% en 2004-2005.<sup>2</sup> Como era previsible, junto con la recuperación se elevó, gradualmente y con cierto rezago, la inversión productiva.

El hecho de que el crecimiento de 2004-2005 haya más que duplicado el promedio de 1999-2003, sin mediar cambios apreciables en las variables microeconómicas, prueba que la brecha prevaleciente desde 1999 era principalmente responsabilidad de una falla macroeconómica, parte de la cual se repetiría en estos años de recuperación: entre otros, la política cambiaria volvió a exhibir un comportamiento intensamente pro-cíclico.

La regla fiscal continuó vigente. La política de superávit estructural de 1% del PIB significó que de un déficit efectivo de 0.7% en 2001-2003 se pasara a un marcado superávit efectivo de 7% en 2005-2008. El espectacular aumento del precio efectivo del cobre desde 71 centavos de dólar por libra en 2002 a 315 centavos en 2005-08 involucró las correspondientes alzas en las utilidades de la empresa minera estatal CODELCO y en la recaudación tributaria proveniente de las mineras privadas. Naturalmente, la mejora en los términos del intercambio también aumentó directamente la capacidad de gasto privado, y las expectativas económicas se tornaron más optimistas.

Dada la elevada brecha entre PIB efectivo y potencial imperante cuando comenzó el *shock* externo positivo, la oferta fue capaz de responder con aumentos del producto y sin presiones inflacionarias (en el marco de una meta inflacionaria entre 2-4% definida por el Banco Central autónomo). Mientras tanto, el Banco permitió que el tipo de cambio real se apreciara sostenidamente entre marzo de 2003 y marzo de 2008, reforzando con ello aumentos en la demanda agregada real, no obstante la paulatina elevación de la tasa de interés y del precio del petróleo.

La política cambiaria ha desempeñado un papel fuertemente perturbador para el crecimiento sostenido de la economía. En el trienio 2006-2008, la demanda agregada experimentó altibajos y un fuerte sesgo hacia los productos importados, como

---

<sup>2</sup> Cabe destacar que un *shock* externo positivo similar permitió elevar el crecimiento promedio del PIB en América Latina desde 1.4% (1998-2003) hasta 5.4% (2004-2008).

consecuencia de la volatilidad y apreciación cambiaria. En efecto, a consecuencia de la sobre-apreciación cambiaria, las importaciones aumentaron, en promedio, 15% anual en el período 2004-2008III, mientras que las exportaciones crecían 7%. Con ello, una fracción decreciente de las expansiones de la demanda agregada contribuyó a la reactivación del PIB, frenándose así la reducción de la brecha recesiva. El Banco Central persistió en su política de tasa libre de toda intervención. Es así que, durante el primer trimestre de 2008, la tasa nominal alcanzó mínimos que no se observaban desde noviembre de 1997 (430 pesos por dólar), con una apreciación real de 22% (43% nominal) entre el máximo de marzo de 2003 y el mínimo de marzo de 2008. En ese contexto, la presión sobre el Banco, para que interviniese se le hizo insoportable, ante lo cual comenzó un programa de compras sustantivas (anuncio de programa de compras por un total de 8000 MDD, 50 MDD diarios, entre abril y diciembre; programa interrumpido en septiembre con el contagio de la crisis global). La política fue efectiva ya que, en ese lapso de intervención, previo a la devaluación post-crisis, el tipo de cambio real se depreció 15%.

A pesar de los efectos positivos del *shock* en los precios de exportación sobre el nivel de actividad, la recuperación fue incompleta. Como resultado, la economía chilena siguió operando en forma persistente por debajo de su frontera productiva, y, como se expuso recién, internalizando el sesgo a la baja en las estimaciones de crecimiento tendencial de la economía (profecía auto-cumplida). El crecimiento de esos años comprende una expansión de 5.6% de las exportaciones y un modesto 3.3% del PIB no exportado (que representa alrededor de  $\frac{3}{4}$  partes de la economía); este 3.3% también contrasta con el dinámico 6.5% del PIB no exportado en el período 1990-1998 (ver cuadro 2).

En resumen, durante la recuperación de 2004-2008, la tasa de crecimiento de la economía fue modesta (promedio de 5.1%) comparado con su comportamiento de los noventa, especialmente si se considera que se venía saliendo de un período deprimido que duró 5 años (con el promedio de 2.6%). Por consiguiente, existía un espacio natural para la etapa fácil de la recuperación; por ello, cuando se consideran las caídas y los auges en

1999-2008 resulta un modesto crecimiento promedio de 3.9%, en agudo contraste con el 7.1% de 1990-98.<sup>3</sup>

La competitividad sistémica estaba fallando, como consecuencia de una débil y vacilante agenda de desarrollo y el retroceso en la calidad del entorno macroeconómico.<sup>4</sup> Además de las correcciones pendientes en las políticas macroeconómicas, la agenda pendiente incluía políticas de capacitación laboral, apoyo a la innovación, reforma al mercado de capitales, con prioridad del segmento de largo plazo por sobre el “*overnight*”, y un programa integral de impulso a las PYMES.

(Cuadro 2)

Como se mencionó, en los trimestres previos al contagio de la crisis global, Chile vivía un complejo escenario internacional. Por un lado, el país disfrutaba de un persistente *shock* positivo en los precios internacionales de las materias primas. Como consecuencia, el país experimentaba un superávit externo, baja deuda pública, significativos fondos soberanos ahorrados en el extranjero, e importantes reservas internacionales del Banco Central.

Sin embargo, al mismo tiempo, el auge de precios de los combustibles, alimentos y otros factores internos dieron paso a un persistente incremento del nivel de precios, que se encumbró muy por sobre la meta del Banco Central. Se trataba principalmente de inflación importada, un mal público entonces común a la gran mayoría de economías emergentes. El Banco Central mantuvo persistentemente su sesgo a favor de la meta inflacionaria, en desmedro del objetivo de crecimiento. En efecto, hacia fines de 2008, cuando el país ya exhibía evidentes signos recesivos, con tasas de inflación mensuales negativas, la tasa de interés de política monetaria permanecía excedía la tasa de la FED por más de 7 puntos porcentuales (ver Gráfica 1).

---

<sup>3</sup> Es interesante constatar que una medición desde 1999 hasta 2013 también registra un crecimiento del PIB que promedia 3.9% anual.

<sup>4</sup> Ambas fallas se reflejan en una caída de la “productividad total de factores” (PTF). Es necesario distinguir entre la PTF coyuntural y la estructural. La primera incluye variaciones en el PIB asociadas a cambios en la tasa de utilización de los factores. Ello explica, por ejemplo, el salto registrado en la PTF medida en el 2004 respecto a años anteriores gracias a un alza brusca en la tasa de uso del stock de factores. En cambio, la PTF estructural o de tendencia tiende a ser muy similar entre ambos períodos, dado que no se observa una gran innovación tecnológica o mayor productividad en el breve lapso que media entre ambos períodos (ver Ffrench-Davis, 2005, caps. I y II).

(Gráfica 1)

## **II. El impacto de la crisis: tercer trimestre del 2008 al 2009**

En ese contexto, en septiembre de 2008, se inició una contracción de la demanda agregada, seguida por una caída de la producción, el empleo y la formación de capital. A continuación se exponen los principales efectos de la crisis sobre el sector externo, la demanda agregada y el mercado laboral durante el período recesivo.

### ***1. 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 2.4% del PIB, luego de 4 años de superávit. Evidentemente, el promedio anual es engañoso, dado que se descompone en un primer semestre con precios del cobre en las nubes y un superávit externo de alrededor de 2% del PIB, mientras que en el segundo semestre se observó un déficit por encima de 6% del PIB, como consecuencia, primero, de la excesiva apreciación cambiaria arrastrada durante varios trimestres, y segundo, como consecuencia directa de la drástica caída en los precios de las exportaciones con la explosión de la crisis.

En efecto, el deterioro de la cuenta corriente se explica principalmente por el comportamiento de la balanza comercial. El deterioro en el saldo comercial se vio amortiguado, en parte, por una caída en las remesas de utilidades de la IED (principalmente en minería) lo que disminuyó el elevado déficit de rentas arrastrado en los años precedentes.

La globalización de la volatilidad financiera significó que la crisis específica del mercado inmobiliario se expandiera a prácticamente todos los mercados, contaminando incluso los mercados de productos básicos que estuvieron expuestos de manera importante a los segmentos más especulativos de los mercados financieros internacionales. El precio del cobre, que entonces representaba el 50% de las exportaciones, luego de alcanzar niveles históricos de 4 dólares la libra, cayó

abruptamente a 1.4 dólares durante la mayor profundidad de la crisis. La misma tendencia siguieron los precios de las importaciones, principalmente debido a la disminución del precio internacional de los combustibles (alrededor de un quinto de las importaciones son petróleo y sus derivados).

Por su parte, se registró una caída en la demanda mundial por exportaciones chilenas, dado el impacto de la crisis en el comercio internacional. 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 permitió que los productos siguieran colocándose en los mercados, moderando el impacto sobre los volúmenes exportados. En cambio, los volúmenes de exportaciones industriales sí sufrieron con fuerza la caída en la demanda externa. Con todo, el quantum de exportaciones de bienes y servicios cayó 4.5% en 2009, en contraste con un aumento anual de 7.9% en 1990-2008.

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 deprimió la inversión y las malas perspectivas de corto plazo, se conjugaron para anotar una caída de 16.2% en el quantum de importaciones durante 2009.

El superávit en cuenta corriente que arrastraba la economía chilena previo a la crisis tuvo como contrapartida un elevado déficit en la cuenta de capitales. En efecto, en 2006-07 se registró una salida neta de capitales de 4.1% del PIB. Ello estuvo determinado por egresos de los fondos soberanos, por 6.2% del PIB del bienio, los que fueron ahorrados en el exterior por el gobierno, en un claro comportamiento contra-cíclico (ver Cuadro 3). 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 y el consiguiente déficit en la cuenta corriente.

(Cuadro 3)

En efecto, durante los meses más recesivos (noviembre 2008 a agosto 2009), la situación de la cuenta de capitales comprendió una significativa repatriación de fondos soberanos para financiar el déficit fiscal efectivo de 4.4% del PIB. Ese reiterado comportamiento contra-cíclico de la Tesorería coexistió con espectaculares salidas de

residentes, principalmente asociadas a las AFPs. Con ello, el promedio anual del 2009 reportó salidas netas de capitales por un total de 2.1% del PIB. Es interesante constatar que la IED registró flujos netos positivos, pero con una merma de la IED nueva, que crea directamente capacidad productiva, y un alza de las fusiones y adquisiciones que no agregan directamente a la inversión productiva (ver nuevamente Cuadro 3).

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 (de colocación) local en dólares y la tasa libor alcanzó niveles anormalmente elevados. Este aumento generó un impacto considerable en las tasas de captación y colocación en pesos. Por estos motivos, el Banco Central reaccionó facilitando liquidez en pesos y en dólares; luego de esas medidas y con la mejora en los mercados financieros globales, el mercado interbancario local volvió rápidamente a operar con relativa normalidad, en especial con las grandes empresas.

## ***2. Actividad y demanda agregada***

Las turbulencias financieras del segundo semestre de 2008 tuvieron un impacto directo en la actividad económica local, y especialmente en la demanda. 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/III, la demanda interna se desplomó 8% en los primeros tres trimestres de 2009 en comparación con el mismo período de 2008; análogamente, el PIB pasó de crecer algo más de 5% a una contracción de 2.9% anual.

La caída en la demanda interna se expresó principalmente en una paralización en el crecimiento del consumo privado y una disminución significativa en la tasa de inversión, no obstante la reacción contra-cíclica de la política fiscal.

El enfriamiento de la economía local se manifestó 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%, y luego

cayó 14% en los 4 trimestres siguientes. Por su parte, la formación bruta de capital venía creciendo a tasas del orden de 14%, para luego moderarse en el trimestre final del 2008 y, exhibiendo un rezago de un trimestre, caer 16% en 2009, especialmente debido al componente de maquinarias y equipos (principalmente importados) que se contrajo 23% muy por sobre la construcción (-9%).

Además de los efectos directos de la crisis, la caída en la demanda también responde, en parte, a que se había tornado necesario un ajuste cíclico de ella (ver Informe de Política Monetaria, mayo 2009). Una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda interna, y un cambio en su composición, hubiesen sido necesarios 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 excesivamente apreciado implicó una fuerte desviación del consumo hacia bienes de origen importado (ver Gráfica 2). En consecuencia, en el período 2004-2008III, la demanda por bienes locales crecía apenas 4% en contraste con el 8% de la demanda agregada, lo que explica que en 2008 aun persistiese una brecha entre el PIB efectivo y el techo potencial de la economía.

(Gráfica 2)

### ***3. Mercado laboral e indicadores sociales***

Como suele ocurrir durante las crisis económicas, el mercado laboral sufrió un deterioro importante, con una caída fuerte en la generación de empleos y un aumento considerable en la tasa de desempleo. Entre 2008 y 2009 la tasa de desempleo nacional aumentó desde 7.8% (8.3%, considerando como ocupados a los trabajadores en los programas de empleo de emergencia) a 9.7% (10.7%).

Con respecto a la pobreza, en la encuesta CASEN 2009 se detuvo un proceso sostenido de reducción de la pobreza desde 45% en 1987 a 13.7% en 2006, registrándose un aumento hasta 15.1% de la población, explicado por dos factores coyunturales significativos. En primer lugar, cabe destacar el salto enorme que se produjo en el costo de la canasta de alimentos que se utiliza para medir la línea de indigencia y se multiplica por 2 para fijar la línea de la pobreza. Ello implicó elevarla fuertemente debido a las



mencionadas alzas en los precios internacionales de los alimentos: mientras en 2006 la línea de pobreza per cápita era equivalente a aproximadamente 108 dólares en las zonas urbanas, en 2009 se disparó a 128 dólares. Sólo por concepto del alza de los precios de los alimentos, la tasa de pobreza de 2006 habría sido de 19% en vez del 13.7%.

En segundo lugar, la encuesta fue llevada a cabo en noviembre de 2009, momento en que los indicadores del mercado laboral aún estaban profundamente deteriorados por efectos de la crisis internacional. En efecto, entonces la tasa de desempleo del quintil más pobre (27.4%) era casi 7 veces la tasa del quintil más rico (4.2%). En compensación, gracias a las políticas sociales implementadas, se pudo mitigar en parte los efectos negativos sobre la población más vulnerable, situando la tasa de pobreza en 15.1%. Por lo tanto, el incremento de la tasa de pobreza en Chile se da como efecto neto de *shocks* fundamentalmente exógenos. Es claro que, de no mediar políticas de contención y mitigación, como las que implementó el gobierno de Michelle Bachelet durante la crisis, el retroceso transitorio en la lucha contra la pobreza habría sido mucho más profundo.

### **III. Las respuestas de política económica desde 2008/III**

Como resultado del contagio de la crisis internacional, las autoridades económicas se enfrentaron al doble desafío de, por una parte, estabilizar el mercado financiero interno en los meses de mayor incertidumbre interbancaria internacional, y por otra, impedir una desaceleración significativa del crecimiento económico y moderar el deterioro en los indicadores sociales.

Tanto la autoridad monetaria como la fiscal implementaron medidas de provisión de liquidez, tales como *swaps* en moneda extranjera y repos en pesos, y ampliación de los colaterales aceptables por parte del Banco Central. El pánico financiero inicial de septiembre y octubre del 2008 fue bien controlado, logrando moderar el deterioro en las condiciones crediticias. Sin embargo, a pesar de que el mercado financiero interno tendió rápidamente a la tranquilidad, subsistió durante varios meses un importante encarecimiento de las condiciones crediticias. En efecto, debido al aumento en la percepción de riesgo en las instituciones financieras, se produjo un lento traspaso de la rebaja de tasas a los usuarios del crédito, acompañado de una elevada tasa de utilidades.

El Banco mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 8.25% hasta finales de 2008, en parte, porque la inflación subyacente permanecía elevada y, en parte, debido al temor de profundizar la depreciación del peso en los meses de mayor incertidumbre y que ello deteriorase el panorama de inflación de corto plazo. A fines de 2008, el cambio en la tendencia inflacionaria ya era evidente luego de su punto de inflexión estadístico de noviembre, iniciándose tardíamente un proceso de relajamiento monetario, con el objetivo de ajustar la tasa de referencia hacia niveles más coherentes con el estado de la economía. En efecto, recién en enero de 2009 se decidió comenzar la relajación monetaria con una reducción de la TPM de 100 puntos base, para luego de sucesivos ajustes entre febrero y julio de 2009, situarse en 0.25%.

Ya superados, en el curso del 2009, los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, Chile experimentó un acceso relativamente expedito al crédito externo, lo que permitió normalizar el financiamiento del comercio exterior y el financiamiento externo al sector privado, reanudándose la colocación de bonos. También, durante el 2009 Chile recibió una mejora desde A2 a A1 en su calificación de riesgo soberano de parte de una de las agencias calificadoras, situándolo en el nivel más favorable en la región.

Asimismo, en 2009 y la primera mitad de 2010, se recuperó el superávit externo, como consecuencia de un repunte del precio del cobre, y el fuerte ajuste interno de la demanda por importaciones. Sin embargo, si se corrige por el precio de tendencia del cobre, la cuenta corriente de tendencia muestra un déficit superior a 3% del PIB en 2010 (ver Gráfica 3). Superada la mayor fase de incertidumbre, el precio del metal tendió a retornar a niveles históricamente altos como resultado de un repunte de las expectativas económicas de los principales demandantes del metal.

(Gráfica 3)

En los peores meses de 2009, la política fiscal se constituyó como la principal fuerza compensadora del *shock* externo negativo. En plena crisis, el sector público operó un déficit efectivo de 4.4% del PIB, expandiendo su gasto 17%. No obstante que los ingresos caían 20% (Cuadro 4), se abrió espacio para mayor gasto, con un déficit transitorio en las cuentas estructurales, gracias a la sólida posición acumulada en los últimos años. El incremento sustantivo del ingreso y gasto sostenibles, fueron sostenidos

por aumentos sucesivos del precio del cobre de tendencia considerado en el presupuesto de cada año.

(Cuadro 4)

El gobierno hizo amplio uso de los instrumentos que había construido responsablemente en los años previos, para llevar a cabo una política fuertemente contracíclica, progresiva, pro-empleo y pro-crédito. En efecto, como muestra el Cuadro 4, dadas las notables alzas del precio del cobre, la regla de superávit estructural permitió acumular en los años previos un total equivalente a 27% del PIB en superávits fiscales, al mismo tiempo que el fisco pasó de deudor a acreedor neto. En ese contexto de responsabilidad, durante la recesión de 2009, se hizo uso de solamente un sexto de aquellos ingresos extraordinarios (el déficit fiscal de 2009 se situó en 4.4% PIB).

A pesar de la caída en los ingresos fiscales, ante los efectos recesivos la autoridad redujo transitoriamente algunos impuestos en sectores claves, como combustibles, créditos y PYMES. En particular, se llevó a cabo la eliminación temporal durante 2009 del impuesto de hasta 1.2% de timbres y estampillas que rige para las operaciones de crédito, el cual se restableció en el primer semestre del 2010 a una tasa equivalente a la mitad de la inicial. De esta manera se procuró disminuir los costos del crédito y de otras fuentes de financiamiento para las empresas durante el período recesivo. Adicionalmente, se redujo el pago provisional mensual que las empresas realizan a cuenta de los impuestos a la renta anuales en 15% para pequeñas y medianas empresas y en 7% a las de mayor tamaño.

Una medida paliativa central del plan de contingencia llevado a cabo por el gobierno fue la entrega de dos bonos, de aproximadamente un tercio del salario mínimo líquido mensual cada uno, por cada carga familiar para las familias del 40% de menores ingresos. Asimismo, se financió un plan de obras públicas por 700 MDD consistente en un masivo plan de inversión vial urbana.

Adicionalmente, se intensificaron esfuerzos profundos para mejorar y extender el sistema de pensiones a través de la reforma previsional puesta en marcha en 2008, antes de estallar la crisis.<sup>5</sup> Desde julio de 2008, se comenzaron a entregar las primeras

---

<sup>5</sup> A la reforma de 1981, de reemplazo del sistema de reparto por un sistema de capitalización individual, en 2008 se le agregó un sustantivo pilar solidario. Con ello, la regresividad que implicaban las cuentas

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 reciban otra pensión y que pertenezcan a los dos primeros quintiles de la población) por concepto de vejez e invalidez. A partir de julio del 2009, en los peores meses recesivos, se anticipó la cobertura del sistema de pensiones solidarias pasando del 40% al 45% de la población, y luego en septiembre a 50%. Esto es, una medida de carácter estructural que se anticipó con un objetivo reactivador. Además, se inició la entrega de aportes solidarios para cubrir toda pensión que no sobrepase determinados umbrales de ingresos.

En el ámbito laboral, se instauró un subsidio a la contratación de jóvenes de bajos recursos. Los beneficiarios recibieron un subsidio equivalente al 20% de su remuneración y el empleador uno equivalente al 10%. Esta medida pretendía incentivar la contratación y disminuir los despidos de un grupo altamente vulnerable en períodos de crisis, y que enfrenta obstáculos para encontrar trabajo debido a su falta de experiencia laboral. En suma, los programas (directos e indirectos) de empleos de emergencia creados por el gobierno correspondieron a un 1% (1.8%) de la fuerza laboral en 2009 (2010). Por otro lado, la principal empresa estatal, la cuprera CODELCO, se capitalizó con 1 000 MDD para financiar sus proyectos de inversión. Esto permitió llevar a cabo proyectos de inversión fundamentales para mantener la competitividad de la empresa en el futuro. Asimismo, el gobierno incrementó el capital del Banco Estado (banco estatal) en un 50%. Esta medida permitió estimular la entrega de créditos a los pequeños y medianos empresarios, y a personas de los sectores medios.

La política de gasto contra-cíclico 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 permitieron estimular la demanda sin desplazar el gasto privado y sin presiones inflacionarias.

---

individuales que recogían la precariedad del mercado laboral, fue compensada con el pilar solidario financiado por el Estado.

#### **IV. Recuperación desde fines de 2009 y los desafíos pendientes**

En el curso del año 2009, progresivamente el fuerte *shock* externo negativo producido por la crisis internacional, fue siendo compensado por el creciente impulso positivo de las políticas internas enfocadas en moderar los efectos adversos en el crecimiento y los indicadores sociales. La brecha recesiva existente en el 2008, más la caída de 1.0% del PIB en 2009 --y no obstante la destrucción provocada por el fuerte terremoto del 27 de febrero de 2010 (27-F)--, implicaron un significativo espacio para aumentos del PIB efectivo en base a recuperación, más allá de la generación de nueva capacidad o PIB potencial.

Ya en el último bimestre de 2009 predominó el impulso reactivador, con una recuperación de la actividad económica interna, pasando de una llanura de -3.1% (en el primer semestre de 2009) a una cercana al 4%. Ésta fue interrumpida transitoria, pero significativamente, por el terremoto del 27-F (el Índice Mensual de Actividad Económica de marzo cayó 2.3% en doce meses).<sup>6</sup> En los tres trimestres siguientes del 2010 la demanda interna se expandió dos dígitos, sustentando la recuperación del PIB que alcanzó una velocidad, en doce meses, cercana al 7%. De esta manera, se redujeron los cerca de 6 puntos del PIB de brecha recesiva adicional generada entre 2008 y 2009. Sin embargo, a pesar de la recuperación de la actividad económica ya registrada (y considerando la merma de capacidad que involucró el grave sismo de 27-F), aun subsistía una significativa brecha recesiva para ser utilizada en los meses subsecuentes.

La expansión del PIB en base a la recuperación de la actividad (reutilización de la capacidad ya instalada) persistió hasta 2012, promediando un alza del PIB efectivo de 5,7% en el trienio 2010-12. En tanto que las exportaciones aún permanecían deprimidas, la producción para el mercado interno sostuvo la reactivación vigorosa del 2010 (ver nuevamente Cuadro 2); allí se concentraba la desocupación. Para entender lo que sucedió es clave, por una parte, distinguir entre la reutilización de la capacidad productiva ociosa disponible y la creación de nueva capacidad o crecimiento del PIB potencial. Por otra, examinar qué ha sucedido con la sostenibilidad del proceso de recuperación; esto es, de

---

<sup>6</sup> Cifra publicada por el Banco Central en el curso del año 2010, con la base de referencia 2003.

las diversas variables macroeconómicas, tales como el balance externo y el presupuesto fiscal y su interrelación con el desarrollo productivo.

Durante un prolongado lapso la demanda interna se expandió aceleradamente, empujando al alza al PIB efectivo y sin presiones inflacionarias. Naturalmente, durante la recuperación, el PIB efectivo crecía más que el PIB potencial, acortando la brecha durante el proceso de ajuste, elevando el empleo y estimulando la formación de capital. A medida que la economía se acercaba al techo productivo, y ante la ausencia de políticas económicas estructurales que elevasen el crecimiento potencial de la economía, la velocidad de aumento del PIB se fue moderando hasta situarse en 4,1% en el 2013. Con ello, el aumento promedio en 2010-13 alcanzó un 5,3%.

En efecto, el mencionado crecimiento del PIB efectivo en 2010-13 contrasta con diversas estimaciones del crecimiento potencial de la economía, que se ubicaron alrededor de 1 punto porcentual por debajo de esa cifra. Para evitar frecuentes errores tan repetidos de olvidar lo acontecido antes de las recuperaciones, es preciso medir el desempeño desde antes de las caídas previas; esto es, entre cimas comparables por su cercanía con la capacidad productiva. Si se toma como base el nivel de 2007 (la cima anterior), el aumento del PIB promedia solo un 3,9% entre 2007 y 2013 (Cuadro 2); si se corrige para compensar por la destrucción generada en el sismo, el crecimiento promedio del PIB efectivo alcanzó 4,1% anual. Es algo superior al 3,9% del decenio anterior (1999-2007), pero resulta muy inferior al 7,1% de 1990-98.

La reactivación económica surtió efectos positivos en el empleo. La tasa de desocupación disminuyó desde niveles cercanos al 10% hasta alrededor de 6% en el trienio, y la calidad de los empleos creados (medidos por el grado de formalización y cotización en los programas de seguridad social) había aumentado. Al mismo tiempo, el volumen de las exportaciones siguió deprimido recogiendo el efecto de la lentificación del comercio internacional, la deficiencia de la política cambiaria y la ausencia de políticas de desarrollo productivo. De esta manera, el peso de la reactivación continuó descansando en la producción para el mercado interno; alrededor de 5/6 del aumento de la producción registrado en 2010-12 fueron dirigidos al mercado local (cuadro 2).

La recuperación de la actividad económica implicó un aumento de la formación de capital, particularmente de las importaciones de equipos y maquinarias, compensando

las caídas registradas durante la recesión. En general, todas las importaciones se elevaron notablemente. Éstas respondieron a la expansión de la demanda agregada, pero también a un intenso atraso del tipo de cambio. No obstante la elevada filtración hacia las importaciones, la demanda efectiva aumentó fuertemente, impulsando la mencionada recuperación del PIB, centrada en la producción para el mercado interno.

La apreciación cambiaria ha sido recurrente desde comienzos del boom de precios básicos, en una economía que muestra evidentes síntomas de enfermedad holandesa. En efecto, entre 2003 y 2011 el dinamismo previo de los volúmenes exportados decayó sostenidamente, tendencia que fue más pronunciada en las exportaciones industriales. Con ello, la diversificación de las exportaciones ha sufrido un estancamiento.

Parte importante del problema ha radicado en la creciente internalización de la enfermedad holandesa. Ante la persistencia del *shock* externo positivo en sus términos de intercambio, se acomodó crecientemente un tipo de cambio real consistente con un precio del cobre en aumento, muy por encima de su promedio histórico, y probablemente por encima de su nivel sostenible en el largo plazo. Los altos precios fueron internalizados explícitamente en las cuentas fiscales estructurales, vía aumentos notables en el precio de largo plazo considerado en el presupuesto;<sup>7</sup> abriendo amplio margen para mayor gasto fiscal en los siguientes años.

El objetivo de sostener el crecimiento económico frente a la volatilidad de los flujos de capitales o precios de exportación, exigía el uso de una batería de instrumentos de política contra-cíclicos. En el caso chileno, la combinación de instrumentos análogos a un impuesto para disuadir las entradas especulativas, el funcionamiento de una banda cambiaria reptante con intervención intra-marginal (aunque se haya utilizado en forma demasiado esporádica, según nuestra opinión), y la esterilización de los efectos monetarios de las entradas de capital, funcionaron eficazmente durante la primera mitad de los noventa. Contribuyeron a crear un entorno macroeconómico propicio para el crecimiento del PIB y del empleo, y evitaron una apreciación cambiaria desequilibradora, manteniendo así bajo control la vulnerabilidad que hizo estragos en Argentina y México en 1995 (Ffrench-Davis, 2005, cap. VI).

---

<sup>7</sup> Alza de 114% nominal entre los presupuestos de 2006 y 2010.

Si se pretende que el tipo de cambio desempeñe eficazmente su rol como asignador de recursos en el contexto comercial en que Chile se ha embarcado –múltiples asociaciones comerciales con distintos bloques y naciones poderosas–, es fundamental dar señales de *cierta* estabilidad real a los inversionistas y productores en el mediano plazo. Se precisa que permanezcan los actuales productores de transables, que se integren crecientemente a la economía nacional a través de su demanda de bienes y servicios intermedios y de capital, y que ingresen muchos nuevos.

En la visión más neoliberal, sin embargo, ha tomado fuerza la creencia de que la autoridad económica no tiene capacidad de afectar el tipo de cambio, pues sería ir “contra el mercado”. El argumento central alternativo es que hay segmentos diferentes en el mercado y se trata de operar a favor del segmento más relevante para el desarrollo productivo (esto es, el de productores de transables), evitando así que agentes cortoplacistas o *shocks* transitorios de términos de intercambio lleven el tipo de cambio de corto plazo fuera de niveles sostenibles a mediano plazo. Por lo tanto, implica una intervención decididamente a favor (y no en contra) del mercado más relevante para el crecimiento económico.

En breve, la permanencia de una política de tasa libre-libre implica la renuncia a hacer política macroeconómica sostenible, como la definimos aquí y en French-Davis (2005, cap. I): con demanda regulada a niveles cercanos a la frontera productiva y con macroprecios (tipos de cambio, tasas de interés, precios de activos) “correctos” o bien alineados con sus fundamentos. En un contexto de flujos de capitales masivos y volátiles y términos del intercambio muy variables, un tipo de cambio totalmente libre fluctúa notablemente, sin estacionarse en las cercanías de su nivel de tendencia sostenible.

Para retomar el crecimiento con equidad, Chile requiere recuperar su capacidad para mantener equilibrios de la macroeconomía real, como una condición absolutamente necesaria. El Banco Central debería retornar a una política intermedia, de flexibilidad administrada, entre los dos extremos de moda (ver Williamson, 2000) y reintroducir la regulación contra-cíclica de la cuenta de capitales.

Es indudable que el tránsito persistente desde la brecha recesiva hasta una cercanía al pleno empleo y uso del PIB potencial refleja un equilibrio macroeconómico esencial. No obstante, los equilibrios macroeconómicos además incluyen otras



dimensiones cruciales: inflación bajo control, balances externo y fiscal sostenibles y funcionales para un crecimiento vigoroso del PIB potencial. En este sentido, durante 2010-13 la economía comenzó a incubar algunas vulnerabilidades. En efecto, tempranamente resurgió una pronunciada apreciación cambiaria y se crearon nuevos gastos fiscales permanentes sin los correspondientes ingresos fiscales permanentes.

En consecuencia, hacia fines de 2012 y en 2013, prevalecían dos desequilibrios macroeconómicos. Primero, un déficit externo relativamente alto (en parte producto de un tipo de cambio excesivamente apreciado). Ello se constata por el hecho de que las importaciones reales (quantum) crecían al doble de la velocidad de las exportaciones (quantum), y a pesar de un precio del cobre históricamente alto la cuenta corriente exhibió un déficit de 3,4% del PIB en 2012 y 2013.

Segundo, un presupuesto fiscal estructural deficitario, y que descansaba excesivamente en el elevado (y a nuestro entender, transitorio) precio del cobre. En efecto, el gasto fiscal contra-cíclico, evidentemente recomendable durante 2009 ante el contagio de la crisis internacional, no se “normalizó” durante 2010-13. Es efectivo que después de un salto del gasto en 2010, justificado por el desafío de la reconstrucción post sismo, los desembolsos fiscales crecieron más lento que el PIB en 2011-12. Sin embargo, lo hicieron sobre la base muy elevada de 2009 y 2010, con ajustes tributarios notoriamente insuficientes para i financiar en forma sostenible el gasto permanente ya comprometido y en operación.

Las nuevas autoridades de gobierno electas a fines de 2013 y asumidas a principios de 2014 se han propuesto llevar a cabo algunas reformas estructurales y un ajuste sustancial de la política económica. En particular, durante 2014 la economía chilena se encuentra debatiendo el diseño y ejecución de una reforma tributaria profunda, que eleve la recaudación, mejore la distribución de ingresos, corrija mecanismos de evasión y elusión, además de introducir nuevos incentivos al ahorro y la inversión. Adicionalmente, se ha generado un amplio consenso que los nuevos recursos deben ser utilizados para financiar una gran reforma para la educación pública y otros programas sociales relevantes para el desarrollo integral e inclusivo --salud, apoyo al desarrollo productivo y a PYMEs--, favoreciendo el impacto progresivo neto del ajuste tributario, y al mismo tiempo, elevando el crecimiento potencial de la economía en el mediano plazo.

## V. Reflexiones finales

La economía chilena logró un crecimiento inédito en gran parte de los años noventa, sostenida por una notoria expansión de la formación de capital e incremento de la capacidad productiva. En paralelo, el empleo y los salarios se elevaron de manera sostenida. Un enfoque macroeconómico coherente constituyó un ingrediente determinante de esos logros. En los años siguientes, desde 1999, el crecimiento económico se moderó notoriamente, en tanto que innovadores avances en la agenda social contribuyeron a un desarrollo más inclusivo.

La sólida agenda social, sin embargo, no se condice con la agenda de desarrollo productivo. Evidentemente, el desempeño más bien modesto en todo el período post-crisis asiática obedece a una serie de fallas en las políticas macroeconómicas, y debilidades y contradicciones en las políticas microeconómicas.

Luego de que en los noventa, Chile pudiera manejar su economía, con efectivas políticas contra-cíclicas, sin ser arrastrada, en exceso, por los *shocks* y la volatilidad externos, en los años siguientes adoptó una actitud demasiado pasiva frente a la globalización de la volatilidad financiera, lo que se refleja en todo un quinquenio (1999-2003) en que su PIB apenas aumentó 2.6% anual, siguiendo la tendencia recesiva predominante en muchas economías emergentes. Entonces su tipo de cambio y su demanda agregada, componentes esenciales de los equilibrios macroeconómicos, estuvieron dominadas por fluctuaciones externas de términos del intercambio y de humores de los mercados financieros de corto plazo. Luego, en el período de auge (2004-2008), las políticas monetaria y fiscal frenaron en exceso el espacio para la recuperación.

El avance sostenido hacia un desarrollo convergente, implica entender que el crecimiento con equidad no debe depender sólo de la situación económica mundial y del arrastre que ésta ejerce sobre las economías más pequeñas como la chilena, sino también de un manejo macroeconómico interno consistente. Esto implica una política macroeconómica activa enfocada a la economía real (“productivismo”), que involucre una economía funcionando, en general, cerca del techo productivo (o PIB potencial). Los ciclos recesivos prolongados generan daños estructurales para la generación de empleo,

mermas en los ingresos fiscales, quiebras y costosos lastres para las empresas, en particular las PYMES.

En síntesis, la significativa inestabilidad de la tasa de crecimiento del PIB refleja una falencia de las políticas macroeconómicas. Para moderar la intensidad de estas situaciones, se requiere avanzar hacia un enfoque más integralmente contra-cíclico, (i) para que las autoridades puedan dedicarse, más libres de urgencias, al diseño de la estrategia de desarrollo, la que involucra complejas reformas y políticas meso y microeconómicas; (ii) para que los productores puedan concentrarse en su inversión y en mejoras de productividad, con macroprecios correctos y con una demanda agregada consistente con el PIB potencial, y (iii) ello implica la regulación contra-cíclica de la cuenta de capitales, el tipo de cambio, y las políticas fiscal y monetaria.

Existe amplio consenso acerca de la responsabilidad fiscal chilena. Sin embargo, las reformas estructurales de corte progresivo (por ejemplo, la política tributaria), así como también la profundización del rol macroeconómico contra-cíclico de la política fiscal han sido débiles, y a veces contradictorias. Con todo, el gasto fiscal representa sólo entre un cuarto y un quinto del PIB; por lo tanto, revisten gran significación las fluctuaciones del resto de la demanda agregada. Su estabilidad requiere profundas reformas contra-cíclicas en los mercados de capitales.

Corregida la manera de hacer macroeconomía, se despeja el camino para las profundas reformas micro y mesoeconómicas pendientes. Ellas están asociadas a reformas estructurales en los mercados de capitales, privilegiando los segmentos de largo plazo por sobre los de corto plazo, desarrollando canales de financiamiento para las PYMES y las condiciones para el surgimiento de nuevos emprendedores y nuevas actividades productivas. Un vigoroso impulso público para la innovación e investigación en I+D ha resultado insuficiente, aunque experimentó un esperanzador progreso, con el anuncio del gobierno de la entonces presidenta Bachelet de privilegiar políticas de desarrollo productivo a una selección de “clusters”, asociados a exportaciones de recursos naturales, para agregarles valor y profundizar su arrastre sobre el resto de la economía

nacional.<sup>8</sup> En todos estos terrenos ha habido avances, pero insuficientes, a veces titubeantes, y contradictorios.

Los avances en capacitación laboral también han sido modestos, lo cual es un tema relevante, dado que los grandes avances en cobertura escolar han tenido su contraparte en un deterioro de la calidad promedio de la educación.<sup>9</sup> Así, se ha producido una escasez relativa de trabajadores y empresarios calificados, en una economía que ha duplicado su PIB per cápita, y cuyas fuentes de crecimiento son ahora más demandantes. En breve, Chile se ha ido deslizado hacia una tendencia financierista, alejándose del rumbo que lo llevó a un crecimiento sostenido y más equitativo en los noventa, transitando desde el “productivismo” al “financierismo”. La crisis global, por su evidente nexo con la volatilidad financiera, ofrece una oportunidad para efectuar correcciones a la arquitectura del sistema financiero internacional y para que economías emergentes, como la de Chile, rediseñen políticas macroeconómicas efectivamente contra-cíclicas y pro-crecimiento inclusivo --incluyendo la regulación de la cuenta de capitales--, e introduzcan correcciones a la agenda de desarrollo.

---

<sup>8</sup> Esto representa un notorio alejamiento de la neutralidad respecto de las políticas de desarrollo productivo. Para análisis sustantivos del desafío nacional de innovación, ver Consejo Nacional para la Innovación (2007).

<sup>9</sup> Este deterioro de la calidad está en el corazón de las masivas manifestaciones estudiantiles que demandan una reforma profunda de la educación secundaria y terciaria.

## Referencias

- Banco Central, *Informe de Política Monetaria (IPOM)*, varios informes.
- Consejo Nacional de Innovación para la Competitividad (2007), *Hacia una Estrategia Nacional de Innovación*, Gobierno de Chile, Santiago.
- Edwards, S, y R. Rigobón (2009), “Capital controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability”, *Journal of International Economics*, 78.
- Ffrench-Davis, R. (2014), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad*, quinta edición, J.C. Sáez Editor, Santiago. Edición en inglés en *Economic reforms in Chile: from dictatorship to democracy*, segunda edición, Palgrave Macmillan, Londres y Nueva York, 2010.
- Ffrench-Davis, R. (2010), “The Structural Fiscal Rule in Chile: Toward a counter-cyclical macroeconomics”, *Journal of Globalization and Development*, No 1, January, Berkeley Electronic Press.
- Ffrench-Davis, R. (2005), *Reformas para América Latina: Después del fundamentalismo neoliberal*, Siglo XXI Editores/CEPAL, Buenos Aires.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2003), “El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990”, *Revista de la CEPAL* No.81, diciembre.
- Magud, R. y C. Reinhart (2007), “Capital controls: an evaluation”, en S. Edwards (ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: policies, practices and consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Williamson, J. (2000), “Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option”, en *Policy Analyses in International Economics* 60, Institute for International Economics, Washington, DC.

## **Recuadro 1. El control de los flujos financieros en Chile**

En 1990, recién retornado a un régimen democrático, Chile enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico, su menor dimensión económica y su estabilidad política. Ello lo percibió como un exceso de fondos, desequilibrador para su macroeconomía (particularmente, la demanda agregada y su consistencia con el PIB potencial y el balance externo sostenible) y para la estrategia exportadora. Ante ello, estableció un encaje sobre los ingresos de capitales financieros. La tasa del encaje y su cobertura se fueron ajustando según la intensidad de la oferta de fondos externos, de modo que el flujo neto fuere consistente con los volúmenes que se podían absorber sin perjudicar los equilibrios macroeconómicos; la flexibilidad con que se manejó la tasa y su cobertura procuran captar las virtudes de mecanismos de control vías precios relativos y restricciones cuantitativas.

Durante el quinquenio 1991-95, la apreciación cambiaria y el déficit en cuenta corriente (como proporción del PIB) resultaron menores que en el promedio de la región en ese período. Los desincentivos a las entradas de corto plazo dieron espacio para políticas cambiaria y monetaria contra-cíclicas activas. Así, Chile logró controlar la composición de los ingresos, reduciendo significativamente los flujos de corto plazo y líquidos.

Hay otra dimensión que es dinámica, que vincula el presente con el futuro: una economía con una alta tasa de uso de la capacidad productiva y flujos estables de largo plazo, suele exhibir tasas de inversión productiva elevadas. A su vez, los flujos más persistentes tienden a dirigirse a la inversión productiva y no al consumo. Una creciente tasa de inversión productiva fue un rasgo distintivo de la economía nacional en 1990-95.

La evidencia es contundente en cuanto a que (i) los controles de capitales modificaron la estructura de madurez de los flujos de capitales, reduciendo la participación del componente de corto plazo; (ii) permitieron mantener un diferencial variable entre las tasas de interés internas e internacionales, proveyendo así espacio para una política monetaria activa durante casi toda la década, pues frecuentes mini-ajustes desde el Banco Central permitieron evitar maxi-ajustes, con lo cual se logró que la economía permaneciera persistentemente cerca de su frontera productiva; (iii) el efecto del encaje sobre el volumen total de los flujos o la apreciación cambiaria, ha sido comprobado en estudios sólidos (Le Fort y Lehmann, 2003; Magud y Reinhart, 2006; Edwards y Rigobón, 2009). Con todo, (iv) el encaje contribuyó a moderar el aumento del stock de pasivos y a mejorar su perfil (tanto desde un punto de vista microeconómico como macroeconómico).

**Fuente:** Ffrench-Davis (2014, cap. VIII).

**Cuadro 1**  
**Tasa de Inversión, 1974-2010**  
 (% PIB)

|           | Neta | Bruta |
|-----------|------|-------|
| 1974-89   | 4.6  | 13.6  |
| 1990-98   | 12.6 | 20.3  |
| 1999-2003 | 10.4 | 19.7  |
| 2004-08   | 14.2 | 24.9  |
| 2009      | 12.2 | 25.1  |
| 2010      | 14.5 | 28.4  |

**Fuente:** Elaboración propia en base a cifras a precios constantes de 2003 del Banco Central. El año 2010 no está ajustado por la destrucción de capital por el terremoto de febrero de ese año.

**Cuadro 2**  
**PIB, exportaciones y PIB no exportado, 1974-2013**  
 (Tasas de crecimiento anual)

|           | PIB  | Exportaciones | PIB no exportado* |
|-----------|------|---------------|-------------------|
| 1974-81   | 3.0  | 13.6          | 1.5               |
| 1982-89   | 2.9  | 7.8           | 1.7               |
| 1990-98   | 7.1  | 9.9           | 6.5               |
| 1999-2003 | 2.6  | 5.5           | 1.7               |
| 2004-08   | 5.1  | 5.7           | 4.9               |
| 2009      | -1.0 | -4.5          | 0.0               |
| 2010      | 5.8  | 2.3           | 7.9               |
| 2008-13   | 3.9  | 1.3           | 4.9               |

**Fuente:** Ffrench-Davis (2014) en base a cifras del Banco Central.

**Notas:** Series a precios constantes de 2003 hasta 2005; desde 2006 con tasas de variación real según la base móvil encadenada serie 2008. Las exportaciones incluyen bienes y servicios.

\* El PIB no exportado es igual al PIB menos el valor agregado en Chile de las exportaciones.

**Cuadro 3**  
**Flujo de capitales por sector, 2002-2010**  
 (% del PIB)

| <b>FLUJOS NETOS</b>              | <b>2002</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Inversión Extranjera Directa     | 3.3         | 3.7         | 5.9         | 4.1         | 3.5         | 6.1         | 4.2         | 3.0         | 3.1         |
| IED nueva                        | -2.3        | 3.5         | 4.1         | 3.5         | 1.4         | 4.1         | 1.6         | 1.0         | 1.9         |
| Fusiones y adquisiciones         | 5.6         | 0.1         | 1.8         | 0.6         | 2.1         | 2.0         | 2.5         | 2.0         | 1.2         |
| Gobierno general                 | 0.9         | 1.2         | 0.1         | -0.8        | -5.3        | -7.0        | -2.8        | 4.7         | -0.7        |
| Banco Central                    | -0.3        | 0.4         | 0.2         | -1.5        | -1.4        | 2.0         | -3.8        | -0.4        | -1.5        |
| Bancos                           | 3.5         | 2.6         | 0.6         | 0.7         | -0.6        | 1.2         | 2.2         | 2.1         | 2.3         |
| Fondos de pensiones              | -2.3        | -5.2        | -2.6        | -2.4        | -0.3        | -2.2        | -1.5        | -10.2       | -2.8        |
| Fondos mutuos y cias. de seguros | -0.5        | -0.2        | -0.4        | -0.8        | -1.4        | -1.7        | 0.0         | -0.9        | -3.0        |
| Otros sectores                   | -2.5        | -0.3        | -5.7        | 0.5         | 1.5         | -2.6        | 3.0         | -0.4        | -1.9        |
| <b>Total</b>                     | <b>2.1</b>  | <b>2.0</b>  | <b>-1.9</b> | <b>-0.1</b> | <b>-3.8</b> | <b>-4.3</b> | <b>1.3</b>  | <b>-2.1</b> | <b>-4.4</b> |
| PIB en millones de US\$          | 67266       | 73990       | 95653       | 118250      | 146773      | 164315      | 170741      | 161270      | 203390      |

**Fuente:** Elaboración en base a cifras del Banco Central. Las cifras de fusiones y adquisiciones provienen de UNCTAD.

**Cuadro 4**  
**Indicadores Fiscales, 2002-2013**

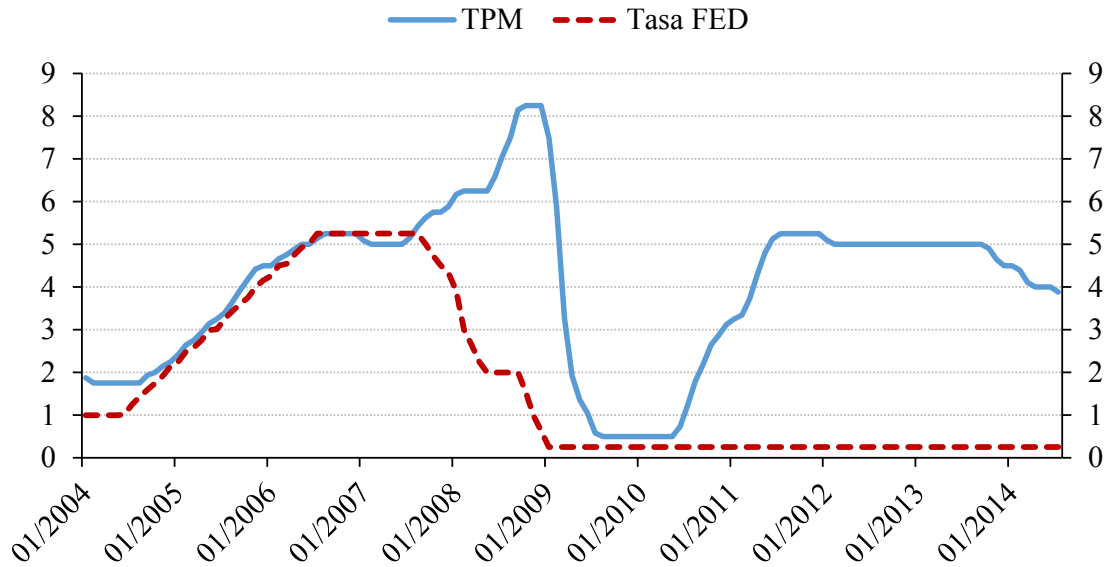
|  | <b>2002</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PIB (%)                                    | 2.2         | 3.9         | 6.0         | 5.6         | 4.6         | 4.6         | 3.7         | -1.7        | 5.2         | 5.8         | 5.4         | 4.1         |
| PIB tendencial (%) (consulta respectiva)   | 4.2         | 3.7         | 3.9         | 4.9         | 5.3         | 4.9         | 4.9         | 3.9         | 2.9         | 4.7         | 5.0         | 4.9         |
| Precio del cobre (cUS\$/Lb)                | 71          | 81          | 130         | 167         | 305         | 323         | 316         | 234         | 342         | 400         | 361         | 332         |
| Precio del cobre de Largo Plazo (cUS\$/Lb) | 91          | 88          | 88          | 93          | 99          | 121         | 137         | 199         | 213         | 259         | 302         | 306         |
| Ingreso fiscal (Crec. a/a)                 | 0.7         | 5.2         | 20.3        | 19.1        | 23.1        | 10.3        | -9.5        | -20.4       | 28.2        | 11.6        | 1.3         | -1.4        |
| Gasto fiscal (Crec. a/a)                   | 4.1         | 1.5         | 6.3         | 6.6         | 6.7         | 9.3         | 9.3         | 16.5        | 6.6         | 3.1         | 4.7         | 4.1         |
| Balance fiscal (% PIB)                     | -1.2        | -0.4        | 2.1         | 4.4         | 7.3         | 7.8         | 3.9         | -4.4        | -0.5        | 1.3         | 0.6         | -0.6        |
| Balance fiscal estructural (% PIB)         | 0.8         | 0.8         | 1.1         | 1.1         | 1.4         | 1.1         | -1.0        | -1.2        | -2.1        | -1.0        | -0.4        | -0.6        |
| Ingreso fiscal (% PIB)                     | 20.2        | 20.1        | 21.2        | 22.9        | 24.5        | 25.6        | 24.2        | 19.0        | 21.5        | 22.7        | 22.2        | 21.0        |
| Gasto fiscal (% PIB)                       | 21.4        | 20.5        | 19.2        | 18.5        | 17.2        | 17.8        | 20.3        | 23.4        | 22.0        | 21.4        | 21.6        | 21.6        |

**Fuente:** Dirección de Presupuesto (DIPRES) y Banco Central. Las cifras de PIB para el período 2002-2010 corresponden a la base 2003; para el período 2011-13 corresponden a la base (encadenada) 2008.



**Gráfica 1**

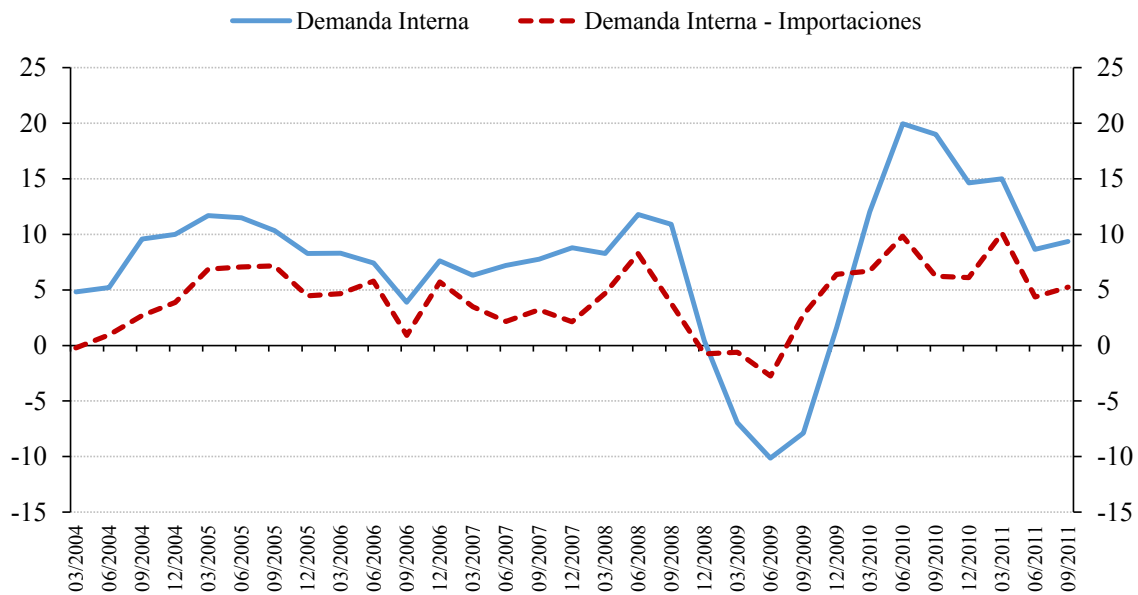
**Tasa de Política Monetaria (TPM), 2004-14**  
(%)



Fuente: elaboración propia en base a cifras del Banco Central de Chile.

**Gráfica 2**

**Demanda efectiva por producción local, 2004-11**  
(Tasas de variación en 4 trimestres)

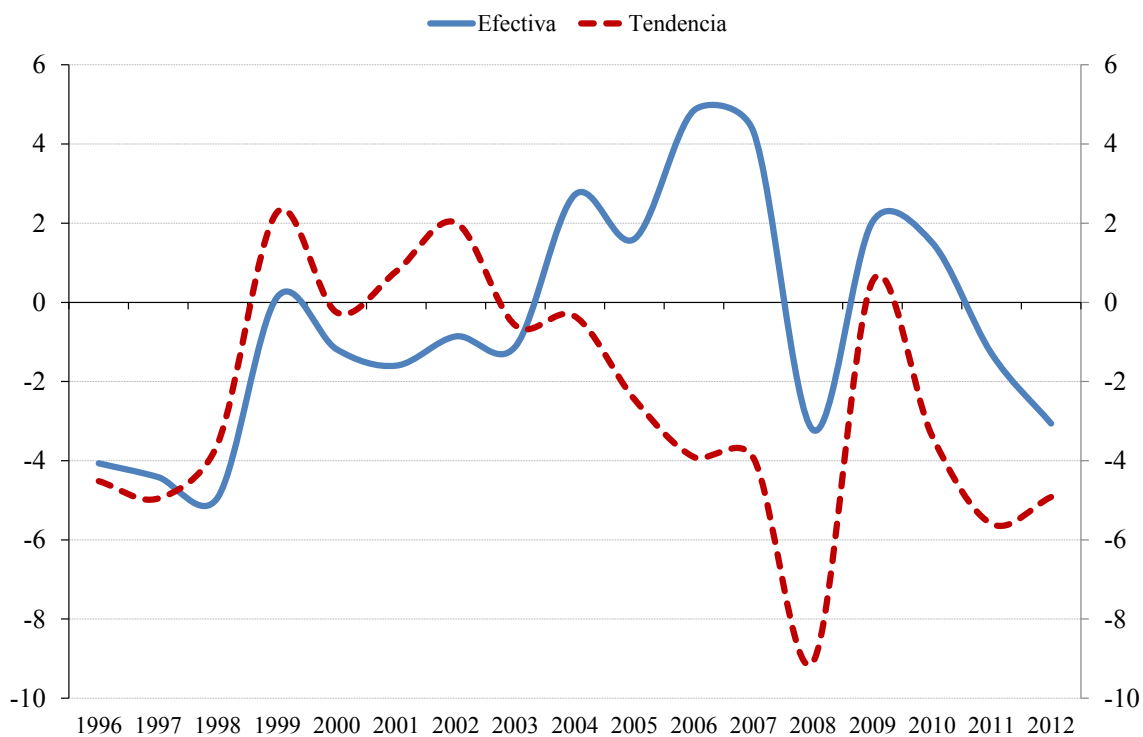


Fuente: Elaboración propia en base a cifras del Banco Central de Chile.

Notas: Series a precios constantes de 2003.

### Gráfica 3

#### Cuenta Corriente a precios de tendencia del cobre, 1996-2012 (% PIB)



**Fuente:** Elaboración propia en base a cifras del Banco Central y Dirección de Presupuesto (DIPRES).

**Notas:** El precio de tendencia del cobre es el reportado por un Comité de Expertos independiente. El cálculo de esta gráfica considera ajustes en la cuenta comercial y de rentas por variaciones en los precios del cobre y no en los volúmenes exportados.