



Universidad de Chile  
Facultad de Filosofía y Humanidades  
Licenciatura en Historia

Seminario de grado:  
Economía y Sociedad

## La incidencia de los flujos de capitales en la política cambiaría chilena, 1973 - 1999

Informe para optar al Grado de Licenciatura en Historia presentado por:

**Ignacio Hernández Duque**

Profesor guía: Mario Matus González

Santiago de Chile  
2020

## Índice

Introducción.....	3
Estructura del proyecto de investigación.....	4
Objeto de Estudio.....	4
Pregunta de Investigación.....	4
Hipótesis .....	5
Red de Objetivos.....	5
Marco Teórico.....	5
Fuentes y Metodología.....	7
Capítulo 1: Liberalización y desequilibrios, 1973-1982 .....	8
Capítulo 2: Recuperación, 1982-1989 .....	21
Capítulo 3: El período contra-cíclico, 1990-1999 .....	33
Hallazgos y conclusiones.....	44
Referencias Bibliográficas.....	49

## **Introducción**

Actualmente el valor de una moneda se encuentra determinado, principalmente, por la cantidad de divisas que la respalden. Por ello, la variación en los niveles de reservas de un país tiende a alterar la cotización del tipo de cambio. En ese sentido, las bruscas oscilaciones en los flujos comerciales y financieros representan un peligro potencial para la estabilidad cambiaria, la cual es fundamental para lograr un crecimiento sostenido.

Al respecto, es ilustrativo el caso de Holanda en la década de 1960. En efecto, el descubrimiento de reservas de gas natural provocó un importante ingreso de divisas. A su vez, ello generó que la moneda nacional, el florín, experimentase una notable apreciación. Este suceso, que en apariencia era positivo, indujo una disminución de la competitividad internacional a causa del encarecimiento de las exportaciones. Finalmente, el país terminó por sufrir serios daños en el sector productor de transables y, en el largo plazo, un aumento del desempleo.

Dicho fenómeno, conocido con el nombre de enfermedad holandesa, tiene como contraparte la restricción externa, que es justamente, la depreciación de la moneda local a raíz de un egreso significativo de divisas o una falta generalizada de ellas. Al respecto, Argentina ha representado un caso emblemático en los últimos años. En efecto, el país trasandino ha sufrido constantemente escasez de dólares. Como consecuencia, las industrias locales se han visto limitadas, pues han carecido de dinero extranjero para comprar bienes intermedios en los mercados internacionales. Asimismo, las devaluaciones ocasionadas por la pérdida de respaldo del peso han repercutido, naturalmente, en un aumento de los precios de las importaciones, lo que influye en la generación de elevados índices de inflación.

En vista de estos efectos adversos, muchos gobiernos han buscado estabilizar los niveles de inversión extranjera y, en consecuencia, mantener una paridad estable en el tiempo. Basándonos en la experiencia chilena, uno de los mecanismos que ha probado servir para ello es la aplicación de una activa política cambiaria. De esta manera, en periodos de restricción, la implementación de devaluaciones dirigidas, junto con normativas destinadas a controlar la demanda interna, han mostrado ser efectivas para aumentar el ingreso de divisas. Por otro lado, en momentos en que predomina una excesiva oferta de capitales de origen internacional, el “ruido cambiario” y el establecimiento de una serie de divisas como referencia de valor han logrado disuadir la entrada de influjos altamente desestabilizadores.

En relación con lo anterior, el presente trabajo busca analizar cómo han influido las oscilaciones de inversión extranjera en las políticas cambiarias chilenas desde 1973 a 1999. La elección de este marco temporal se justifica en lo siguiente: 1973 simboliza el inicio de un proceso favorable a la apertura de la cuenta de capitales. En cambio, 1999 representa el fin de periodo caracterizado por certeras regulaciones al ingreso de flujos financieros.

## **Estructura del proyecto de investigación**

### **Objeto de Estudio**

Los regímenes cambiarios son fundamentales en la estabilidad macroeconómica de un país, pues afectan al sistema de precios mediante sus repercusiones en variables como el comercio internacional, el mercado de divisas y la inflación interna. Sin embargo, así como un esquema cambiario determinado influye en el vaivén de capitales, la entrada de dinero extranjero afecta la cotización de la moneda local. De esta manera, un tipo de cambio alto — es decir, una divisa cara en término de moneda local— puede conllevar un incremento de dólares al reducir el coste de los factores de producción en relación con la competencia internacional. No obstante, esta mayor entrada de divisas puede producir una apreciación o revaluación —dependiendo si el régimen cambiario vigente es de libre flotación o no—. En definitiva, entre las políticas cambiarias y los flujos comerciales y de capitales existe un vínculo de realimentación.

A pesar de ello, nuestro objeto de estudio son solo las políticas cambiarias. En efecto nos interesa estudiar sus variaciones ante el impacto de la entrada de capital financiero.

### **Pregunta de Investigación**

A partir de los antecedentes expuestos, la interrogante que guiará nuestra investigación es la siguiente: ¿Cómo influyeron las fluctuaciones de capitales financieros en las políticas cambiarias chilenas desde septiembre de 1973 hasta 1999?

## **Hipótesis**

Como respuesta tentativa a nuestra pregunta de investigación, creemos que durante 1973 a 1982 la entrada de capitales financieros incidió de manera indirecta en las políticas cambiarias. Esto se debe a que el tipo de cambio habría sido utilizado como una herramienta antiinflacionaria. De esta forma, los criterios bajo los cuales la autoridad decidiría las decisiones cambiarias tendrían relación directamente con el nivel de los precios internos. Sin embargo, con el comienzo de la restricción interna, en 1982, la política cambiaria habría comenzado a usarse de forma activa para incidir sobre el tipo de cambio real. Una vez recuperados los niveles de divisas entrantes, y en vista de un nuevo incremento de los flujos financieros, el tipo de cambio se habría orientado a disuadir la entrada de capitales especulativos y a resguardar la política de expansión de exportaciones.

## **Red de Objetivos**

- Objetivo general:
  - Comprender cómo influyeron los grandes flujos de capitales financieros en las políticas cambiarias chilenas desde septiembre de 1973 hasta el año 1999.
- Objetivos específicos:
  1. Caracterizar las variaciones en el nivel de influjos financieros.
  2. Caracterizar las variaciones de la política cambiaria
  3. Analizar la relación entre las fluctuaciones de capitales y los cambios en materia cambiaria.

## **Marco Teórico**

Con el objetivo de otorgar una mejor comprensión, a continuación se ofrece una definición de los conceptos centrales del trabajo.

En efecto, entendemos que el tipo de cambio es “el precio al que realizan los intercambios” dos países (Mankiw, 2014, p. 237). Ahora bien, se distinguen dos variantes: el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real.

Por una parte, el tipo de cambio nominal puede ser definido como “el precio relativo de la moneda de dos países” (Mankiw, 2014, p. 238). Por consiguiente, si el tipo de cambio del peso chileno está en 750 el dólar, significa que por 750 pesos se podrá adquirir un dólar o viceversa. Por lo general, se toma como referencia el valor de la divisa en pesos locales. Así, cuando se dice que el tipo de cambio sube, quiere decir que hacen falta más pesos para obtener una misma unidad de moneda extranjera. Por el contrario, cuando el tipo de cambio baja se necesitan menos. Por ejemplo, a principios de julio de 2020 el dólar estaba aproximadamente a 820 CLP. En tanto, a fines del mismo mes la divisa se encuentra cercana a los 760 CLP. En definitiva, a lo largo de julio el tipo de cambio entre dólar estadounidense y el peso chileno experimentó una baja. Esto también puede expresarse como una *apreciación* de la moneda nacional.

Por otra parte, el tipo de cambio real (a partir de ahora TCR) es “el precio relativo de los bienes de dos países. Es decir, (...) la relación a la que podemos intercambiar los bienes de un país por los de otro” (Mankiw, 2014, p. 238). En otras palabras, es el precio de los bienes extranjeros expresados en términos de los bienes nacionales. De esta forma, para poder calcular el TCR se deben considerar los índices de precios de una misma canasta de productos en el mercado extranjero y en el local. Luego, con el fin de compararlos, su valor se debe expresar en la misma moneda usando el tipo de cambio nominal vigente. Dicho cálculo se representa en la siguiente fórmula:

$$\textit{Tipo de Cambio Real} = \frac{\textit{Tipo de Cambio Nominal} \times \textit{Índice de precios extranjero}}{\textit{índice de precios nacionales}}$$

Por consiguiente, si los precios locales se tornan relativamente más caros, el TCR disminuye debido a que se abaratan los productos foráneos en términos de los nacionales. Este fenómeno es conocido como apreciación real, y suele estar aparejado a un aumento en los niveles de importación y una reducción en las exportaciones debido al encarecimiento de la producción. Por el contrario, si los precios locales se vuelven relativamente más baratos, el valor de los productos extranjeros expresado en bienes nacionales sube, lo que se manifiesta en un alza del TCR. Ello es conocido como depreciación real, y está ligado a la disminución de las importaciones y al aumento de las exportaciones a causa del abaratamiento de la producción ofrecida en los mercados internacionales.

## Fuentes y Metodología

Las fuentes empleadas en este trabajo se pueden agrupar en tres grupos: primarias, estadísticas y secundaria o especializada. En cuanto a las primeras, corresponden a documentos contemporáneos al periodo estudiado en donde se manifiestan declaraciones de actores de la época. Ejemplo de ellas es el texto *Somos Realmente Independientes Gracias al Esfuerzo de todos los chilenos*, publicado por la Dirección de Presupuestos de Chile (DIPRES) en 1978. En segundo lugar, las fuentes estadísticas corresponden a documentos recopilatorios de indicadores económicos. En ese sentido, uno de los textos que más hemos utilizado es el elaborado por Guillermo Le Fort, *Trimestralización de series de balanza de pagos*. Finalmente, la bibliografía especializada se refiere a trabajos de interpretación y análisis de datos. Estos han sido producidos desde dos disciplinas complementarias entre sí: la economía y la historia. En virtud de ello, hemos empleado investigaciones elaboradas por historiadores, como *Nueva historia de las grandes crisis financieras*, escrito por Carlos Marichal, y también trabajos realizados por economistas, como *Reformas Económicas en Chile, 1973-2017* elaborado por Ricardo Ffrench-Davis.

Debido a la distinta naturaleza de las fuentes se utilizará una metodología de investigación mixta. Ello implica la integración y contrastación de datos de índole cuantitativa y cualitativa. En virtud de esto, la interpretación resultante será el resultado de la comparación sistemática de estadísticas, declaraciones y propuestas de otros autores (Forni & Grande, 2020).

## **Capítulo 1: Liberalización y desequilibrios, 1973-1982**

Para septiembre de 1973 la situación en lo que respecta a la balanza de pagos era crítica. Además de los factores internos que desalentaban la producción, la Primera Crisis del Petróleo generó un encarecimiento de las importaciones. Sin embargo, durante los primeros diez meses de la Dictadura la cotización del cobre experimentó un alza inusitada, lo que causó revaluaciones en términos reales. Esto se reflejó en un crecimiento de los depósitos y colocaciones de moneda extranjera en la banca comercial (Reinstein y Rosende, 2000). No obstante, para el segundo semestre de 1974 el precio del metal rojo cayó. Ello desencadenó un precipitado proceso de devaluaciones que hizo que el tipo de cambio real (TCR) se elevara en un 38% entre 1974 y principios de 1976 (Ffrench-Davis, 2003).

Los efectos de la caída del cobre en la entrada de divisas pretendieron ser amortiguados mediante una expansión de exportaciones no tradicionales. En definitiva, las autoridades económicas habían iniciado un progresivo proceso de liberalización fundamentalmente para mitigar los altos niveles de inflación. Así, a fines de 1973 se había iniciado una fase de eliminación de los controles sobre los precios. Esta liberalización también contemplaba la reducción de los aranceles y el establecimiento de una nueva institucionalidad financiera (Arellano, 1985). En consecuencia, para 1974 se empezaron a aplicar medidas que buscaban un abaratamiento de las importaciones con el fin hacer frente a los elevados precios internos. En concreto, comenzó una rebaja de los aranceles. De esta manera, entre junio de 1974 y enero de 1976 el promedio del arancel nominal se redujo de 67% a 44% (Ffrench-Davis, 2003). Esto era peligroso, pues en un contexto en que el equilibrio de la balanza de pagos era adverso se apostaba por una política que favorecía el consumo de productos importados. Pese a ello, los resultados de esta política estimularon las exportaciones. El motivo es que las devaluaciones generadas por la baja cotización del cobre hicieron que la demanda por importaciones fuese relativamente baja. A la vez, esto provocó un abaratamiento del trabajo, lo que conllevó a una mayor competitividad internacional de los bienes que Chile exportaba.

En suma, las condiciones fueron propicias para un mayor desarrollo de las exportaciones no tradicionales. En efecto, durante este periodo se expandieron un 98%. Sin embargo, esto solo cubrió “un tercio de la merma en el retorno de divisas originada en las exportaciones de cobre” (Ffrench-Davis, 2003, p. 167). Lo anterior refleja que la disponibilidad de reservas en forma de divisas seguía condicionada principalmente por las fluctuaciones del metal rojo en



el mercado mundial. El país era extremadamente dependiente de esta materia prima, pues una variación brusca de su cotización se expresaba en devaluaciones y apreciaciones reales súbitas. En consecuencia, las oscilaciones del cobre representaron el elemento de presión principal sobre el tipo de cambio.

En cuanto al estado de la entrada de capitales, se debe señalar que en este período (1973-1976) se empiezan a fraguar las condiciones que propiciaron el posterior *boom* causado por el endeudamiento externo. En ese sentido, hay que tener presente que en 1971 el gobierno puso bajo la dirección del Banco del Estado al conjunto de la banca privada. De esta forma, se había estatizado el control de las actividades financieras. Con estas facultades, los préstamos habían sido canalizados por las empresas estatales que se consideraban estratégicas para el desarrollo del país; las “empresas del área social”. En efecto, para el Golpe de Estado de 1973 estas concentraban el 50% del crédito bancario (Reinstein y Rosende, 2000). Además, el coeficiente de encaje era elevado; cercano al 100% para depósitos a la vista (Held y Jiménez, 1999; Reinstein y Rosende, 2000).

En 1974 se aplicaron las primeras medidas de liberalización financiera. Este proceso era entendido por las autoridades como la eliminación de la intermediación estatal entre privados y entidades financieras, particularmente en lo que respecta las tasas de interés. El objetivo era crear una nueva institucionalidad en donde el Estado estuviera lo más relegado posible de las transacciones del mercado crediticio. De esta forma, se esperaba lograr una asignación de recursos más eficiente (Reinstein y Rosende, 2000).

Al igual que la liberalización comercial, este proceso se fue desarrollando progresivamente a lo largo de la década. Así, en mayo de 1974 se instituyeron las primeras normativas importantes al respecto (Arellano, 1985). A saber, se permitieron las transacciones crediticias de corto plazo a tasas de interés libremente convenidas. De esta manera, la nueva disposición facilitaba las operaciones de tipo especulativo. Para hacerse una idea, las “financieras”, creadas a partir de esta ley, pudieron captar recursos a partir de plazos que iban desde solo cuatro días (Arellano, 1985). Como consecuencia de esta liberación de las tasas de interés los precios de las captaciones crediticias se elevaron considerablemente en términos reales. Tal fue el caso, que incluso las autoridades dudaron si era una buena decisión dejar que los costos del crédito fluctuaran con absoluta libertad. En

efecto, se volvieron a fijar las tasas de interés, aunque de forma temporal (Reinstein y Rosende, 2000).

Otra medida necesaria para la ansiada liberalización fue la privatización de la banca comercial, que como señalamos anteriormente había sido estatizada durante el gobierno de Salvador Allende. Así, en septiembre de 1975 se inició un proceso de licitación de paquetes de acciones de propiedad de la CORFO. Ya para fines de 1978 todo los bancos involucrados, con excepción del Banco del Estado y aquellos que tenían problemas legales, pasaron a control privado (Held y Jiménez, 1999). En definitiva, a causa de la gran cantidad de acciones vendidas y la existencia de subsidios a sus precios se generó una concentración de propietarios (Held y Jiménez, 1999). En otras palabras, la reprivatización de la banca facilitó la formación de *holdings*.

Asimismo, se desarrolló un proceso de progresiva uniformización de las distintas entidades bancarias existentes en el país. En efecto, en 1974 prevalecía un mercado financiero segmentado en dos tipos de instituciones: la banca comercial y el Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP). Ambas tenían distintos criterios de funcionamiento. Por ejemplo, la banca comercial solo podía realizar préstamos de corto plazo y estaba destinado principalmente a las empresas. En tanto, las entidades asociadas al SINAP solo otorgaban créditos hipotecario a mediano y largo plazo (Held y Szalachman, 1989). Así, en marzo de 1975 se extendió la autorización de efectuar préstamos de corto plazo a instituciones del SINAP y de largo y mediano plazo a la banca comercial. Además, se eliminaron otras barreras de segmentación. Así, se les permitió a los bancos emitir letras hipotecarias generándose una competencia con las Asociaciones de Ahorro y Préstamo (AAP); principales entidades del SINAP. Los resultados de estas políticas de uniformización terminaron por producir una mayor preponderancia de los bancos comerciales dentro del sistema financiero. De hecho, las AAP sucumbieron en 1980 a causa de desajustes entre sus activos de corto y largo plazo; problemas de liquidez, y la competencia del sector comercial (Held y Jiménez, 1999).

Finalmente, en 1974 se autorizó la entrada de bancos extranjeros al país. Esto se había restringido con la adhesión al Pacto Andino. Pese a ello, Chile permaneció como un Estado miembro hasta 1977. Con la salida de esta organización, el gobierno eliminó toda restricción a la inversión extranjera en la banca (Held y Jiménez, 1999).

En vista de estas políticas, a partir de 1976 se produjo un incremento considerable de influjos de crédito externo. En definitiva, para ese año, la liberalización había permitido la formación de una significativa brecha entre las tasas de interés de los centros financieros y las locales. De esta manera, las operaciones crediticias eran mucho más baratas en el exterior, lo que incentivó que agentes locales se endeudaran en mercados internacionales para luego realizar préstamos a altos precios en el mercado interno<sup>1</sup>. Además, la progresiva disminución del coeficiente de encaje desde ese año contribuyó a la expansión de la oferta de capitales. Así, entre 1976 y 1980 la tasa para los depósitos a vista se redujo en un 75%, lo que permitió finalmente incrementar la movilidad de los flujos financieros (Reinstein y Rosende, 2000).

Este aumento de la inversión extranjera propició la generación de crecientes desajustes en el equilibrio externo desde 1977. En efecto, ese año se generó un déficit de cuenta corriente (a partir de ahora DCC) de 551 millones de dólares (Banco Central de Chile, 2001). Sin embargo, no solo debe considerarse el auge crediticio del momento, sino también la influencia de otros factores, como el abaratamiento de las importaciones y la política cambiaria, sobre la cual ahondaremos en profundidad.

Sobre la disminución de los precios de los bienes importados, para la fecha el proceso de reducción de aranceles ya estaba bastante avanzado. En concreto, entre 1976 y 1977 el arancel promedio se redujo de un 33% a un 15,7% (Ffrench-Davis, 2018). Además, las autoridades habían procurado vender un “excedente” de monedas extranjeras a los importadores con el fin de evitar un alza en la inflación. De esta forma, se soslayó la emisión monetaria, e indirectamente, se generó un estímulo a la introducción de bienes foráneos.

En cuanto a la política cambiaria, Ricardo Ffrench-Davis (2003) sostiene que las medidas implementadas entre junio de 1976 y febrero de 1978 fomentaron la desestabilización de la balanza comercial. Estas consistieron en dos abruptas revaluaciones seguidas de pequeñas devaluaciones graduales. Inicialmente el objetivo de este enfoque fue que el tipo de cambio fuese una herramienta para combatir la inflación. En efecto, durante los primeros años de la dictadura la lucha antiinflacionaria fue abordada desde una óptica puramente monetarista, la cual había sido criticada para 1976 debido al alza que habían sufrido los precios durante el primer semestre. Por consiguiente, en junio las autoridades decidieron reorientar la política cambiaria. La idea consistió en ajustar el nivel de los precios internos abaratando la entrada

---

<sup>1</sup> Esta práctica es denominada arbitraje de tasas de interés.

de insumos y bienes finales mediante importaciones sujetas a un tipo de cambio menor. De esta manera disminuirían los costes de la producción nacional abaratando incluso los bienes exportables (DIPRES, 1978).

En efecto, la revaluación de junio fue de 10% y redujo la inflación a 6% estancándose en ese nivel hasta 1977. Además, las autoridades anunciaron que a partir de julio el tipo de cambio se ajustaría a diario y que luego aumentaría de acuerdo con las variaciones del IPC durante el respectivo mes previo. Posteriormente, el 4 de marzo de 1977 se anunció un nuevo ciclo de ajustes cambiarios. Este empezó con otra revaluación de 10% seguida de alzas cambiarias durante marzo y abril, y una serie de devaluaciones decrecientes basadas en la inflación del mes anterior. La tasa de inflación esta vez bajó a 3 y 4% mensual estancándose nuevamente (Ffrench-Davis, 2003).

En cuanto a los resultados, se podría decir que ambos ciclos de ajustes cambiarios tuvieron éxito, pues efectivamente redujeron el nivel de los precios locales. Sin embargo, la revaluación de 1977 posibilitó un déficit comercial al fomentar un mayor volumen de importaciones debido al abaratamiento del dólar. Y es que, si bien la revaluación del año anterior también fomentó un desequilibrio externo, el estado de la demanda agregada era sustancialmente distinta. En efecto, durante 1976 la demanda permanecía deprimida a causa de la contracción de 1975. Ello compensó el incentivo a las importaciones y promovió un saldo comercial positivo junto con una acumulación de reservas internacionales. En cambio, como lo mencionamos anteriormente, durante 1977 el consumo se recuperó gracias al crédito externo, lo que sumado a una apreciación real —influida por estos flujos de capitales— provocó un déficit en cuenta corriente (a partir de ahora, DCC).

Durante el segundo semestre de 1977 se volvieron a implementar devaluaciones abruptas, pero de menor importancia. En definitiva, se devaluó 6% en agosto y 4% en diciembre. Lo significativo es que durante este último mes las autoridades anunciaron que profundizarían el proceso de liberalización comercial restringiendo las tasas arancelarias a un nivel entre 10% y un 35%. Además, comunicaron que estos gravámenes se reducirían progresivamente hasta alcanzar un arancel uniforme de 10% en junio de 1979. De esta manera, se justificó el alza en la cotización del tipo de cambio de diciembre y las minidevaluaciones anunciadas para los siguientes dos meses (Ffrench-Davis, 2003). Finalmente, en febrero de 1978 se puso fin a los ajustes cambiarios basados en la variación de la inflación interna del respectivo mes

anterior. Desde entonces, y hasta junio de 1979, la nueva política se basó en metas antiinflacionarias.

Este sistema fue denominado “la tablita” debido a que los ajustes se basaron en una tabla que asociaba las variaciones en la cotización del dólar con objetivos inflacionarios. Durante 1978 consistió en tasas decrecientes de devaluaciones que comenzaron en febrero con un alza en el precio del dólar de un 2,5% —aproximadamente el promedio de la inflación mensual del último trimestre— y concluyeron en diciembre con una devaluación de 0,75%. El resultado fue exitoso pues el IPC disminuyó de un 84% en 1977 a un 37% en 1978 (Ffrench-Davis, 2003). Por ello, se decidió replicar esta racionalidad para la política cambiaria de 1979. Sin embargo, las autoridades no consideraron algunos factores que transformaron el contexto económico. Estos factores fueron el aumento de los precios internacionales y la creciente reducción de la brecha de producción —la diferencia entre el PIB potencial y el efectivo— (Ffrench-Davis, 2003). Por ende, la tendencia indicaba que para 1979 las importaciones se encarecerían, reflejándose en un alza de los precios de mercado, y la actividad económica se incrementaría, lo que implicaba un crecimiento de la demanda agregada. En definitiva, las estimaciones del Ministerio de Hacienda para 1979 eran poco realistas, por lo que el aumento de la tasa inflacionaria durante los primeros meses de ese año no fue esperado.

Ante esta desagradable sorpresa, las autoridades decidieron devaluar y fijar la cotización del dólar en un 5,7% por sobre el precio vigente entonces. Dicho aumento correspondió a la tasa restante para alcanzar el nivel de devaluación que el gobierno había programado para el año entero. Por tanto, en solo 6 meses la cotización de la divisa subió lo que tenía subir a lo largo de todo 1979. Así, el dólar quedó anclado en 39 pesos hasta 1982, lo que significó el fin del ajuste cambiario programado.

La nueva política cambiaria tuvo como principal objetivo combatir la inflación a través la mantención de un TCR bajo (Edwards, 1984). En efecto, esta estaba fundamentada en la Ley de un Solo Precio, la cual sostiene que el nivel de los precios internos ( $P$ ) es igual a la variación de la tasa de cambio ( $\hat{\epsilon}$ ) más el nivel de los precios internacionales ( $P^*$ ). Ello expresado matemáticamente equivaldría a la siguiente expresión:  $P = \hat{\epsilon} + P^*$ . De esta manera, al establecer un tipo de cambio fijo, la inflación interna se igualaría a la inflación externa. En

consecuencia, con esta nueva política cambiaria, el tipo de cambio se convirtió en “el principal mecanismo de estabilización” (Meller, 1998, p. 202).

Sin embargo, la convergencia entre la inflación interna y externa fue más lenta de lo previsto. Para Meller (1998) fueron dos los factores que ralentizaron este proceso. Por un lado, señala que los flujos crediticios provenientes del extranjero aumentaron el gasto interno, lo que provocó una subida de los costos de los bienes no transables. Por otro lado, culpa a la indexación de una serie de precios —como los salarios, los arriendos, la tasa de interés interna y las deudas— de mantener una demanda agregada relativamente alta.

Además, la fijación de la paridad cambiaria estaba estrechamente ligada a una concepción teórica conocida como enfoque monetario de la balanza de pagos (González Aliaga, 2017). A grandes rasgos, y como su nombre lo indica, esta supone que la balanza de pagos es una consecuencia del estado de la masa monetaria. En virtud de ello, los déficits y superávits son interpretados como excesos de oferta y demanda de dinero (Sjaastad & Cortés, 1978). La puesta en práctica de esta idea conllevó la implementación de un mecanismo de ajuste automático cuya finalidad era revertir el DCC (González Aliaga, 2017).

En definitiva, el ajuste automático estaba sustentado en una política en donde la oferta monetaria oscilaba según el ingreso y egreso de divisas. Ello implicaba que el Banco Central renunciaba a su facultad de esterilizar. De esta manera, ante la eventualidad de que los ingresos no lograran financiar el DCC, se generaría una pérdida de reservas internacionales que causaría una contracción monetaria. A su vez, esta contracción promovería un alza en la tasa de interés que 1) reduciría el gasto interno haciendo bajar la demanda por las importaciones; 2) haría aumentar la competitividad internacional del país al presionar a la baja el precio de los bienes no transables —fundamentalmente el coste del trabajo—, y 3) produciría un diferencial con respecto a la tasa de interés internacional que fomentaría la entrada de capitales extranjero debido a la alta rentabilidad (Meller, 1998).

Si bien durante el segundo semestre de 1981, momento en que empezó a operar el ajuste, las reservas internacionales disminuyeron causando una subida de la tasa de interés, los resultados no fueron los esperados. En efecto, lejos de aumentar, el ingreso de capitales comenzó a disminuir progresivamente y los precios de los bienes no transables se mostraron rígidos ante las presiones a la baja. Para 1982 ya era evidente que el ajuste automático proyectado por las autoridades había fracasado. Y es que una serie de factores externos, junto

con incongruencias de la política económica interna, profundizaron el desequilibrio externo de la economía chilena.

Sobre la disminución del ingreso de capitales, Meller (1998) señala que el creciente endeudamiento del país se tornó riesgoso para los inversionistas extranjeros, lo que influyó por sobre el diferencial de las tasas de interés (ver Cuadro I). Así, en 1979 el monto total de la deuda externa era de US\$ 8.790 millones, de la cual solo un 38,9% equivalía a deuda privada sin garantía. Para el año siguiente la deuda se elevó a US\$ 11.325 millones, pasando a estar compuesta por un 53,2% de endeudamiento privado sin respaldo. Finalmente, para 1981 la deuda total ascendió a US\$ 15.700 millones, de la cual un 64,2% era deuda sin garantía de privados. En definitiva, en solo dos años el endeudamiento del país aumentó en un 78%. En tanto, la deuda privada sin garantía se incrementó en casi un 200% y pasó a ser predominante en la composición de la deuda externa total.

Cuadro I

*Deuda externa, 1979-1981 (en millones de dólares)*

	Deuda total <sup>a</sup>	Deuda privada sin garantía		Deuda pública y privada con garantía	
		Monto	%	Monto	%
1979	8.790	3421	38,9	5369	61,1
1980	11.325	6.021	53,2	5305	46,8
1981	15.700	10.077	64,2	5623	35,8

Fuente: Elaboración propia en base a Ffrench-Davis (2018).

<sup>a</sup> Considera deuda del Banco Central con el FMI y la deuda pagable en moneda nacional.

Además, desde 1978 las tasas de interés internacionales venían aumentando, lo que implicó un aumento en los costes del servicio de la deuda para Chile pues gran parte de los pasivos se contrataron a tasas de tipo variable. Sin embargo, el *shock* no se produjo hasta finales de 1979, cuando Paul Volcker asumió como jefe de la Reserva Federal de Estados Unidos. El objetivo de Volcker fue combatir la inflación de la economía norteamericana, la cual superó la barrera del 10% anual para 1980. De esta manera, la administración de la Reserva Federal indujo una restricción crediticia que significó un alza en las tasas de interés estadounidenses con consecuencias mundiales (Marichal Salinas, 2010). En concreto, en

octubre de 1979 la Reserva Federal decidió aumentar la Tasa de Descuento<sup>2</sup> y el valor referencial de la Tasa de los Fondos Federales<sup>3</sup>. Así, durante los años 1979 y 1981, la Tasa de Descuento ascendió en promedio un 22% anualmente en términos nominales. En tanto, la Tasa de Fondos Federales lo hizo en un 27%. Otras tasas relevantes como la Tasa de Interés Preferencial de EE. UU.<sup>4</sup> y la *London Interbank Offered Rate (LIBOR)*<sup>5</sup> aumentaron anualmente en promedio 33% y 20% respectivamente (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020).

Este aumento de las tasas de interés se reflejó en los déficits por servicio financiero de la cuenta corriente. De esta manera, el déficit ascendió de US\$ 389 millones en el primer semestre de 1981 a US\$ 500 millones durante el tercer trimestre y a US\$ 573 millones en el cuarto (Le Fort, 1986). En suma, para 1981 el país perdía atractivo para los inversores extranjeros. La deuda externa se había elevado y ahora estaba compuesta principalmente por endeudamiento sin garantía. Encima, el costo de la deuda contraída, que en su mayoría había sido adquirida a tasas variables, aumentaba cada vez más a causa del alza internacional de las tasas de interés.

---

<sup>2</sup> La Tasa de Descuento de la Reserva Federal (*Federal discount rate*) es la tasa de interés a la cual la Reserva concede préstamos a los bancos comerciales.

<sup>3</sup> La Tasa de los Fondos Federales (*Federal funds rate*) es una tasa de interés objetivo establecida por la *Federal Open Market Committee (FOMC)* de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esta funciona como referente para las tasas de interés efectivas bajo las cuales las instituciones depositarias privadas, como bancos comerciales y otras instituciones financieras, deciden realizarse préstamos entre sí. Con el fin de que estas tasas efectivas sean equivalentes a la tasa nominal establecida por las autoridades, la FOMC realiza operaciones de mercado abierto. Por tanto, las oscilaciones de la tasa efectiva de la *Federal funds rate* es similar a la nominal.

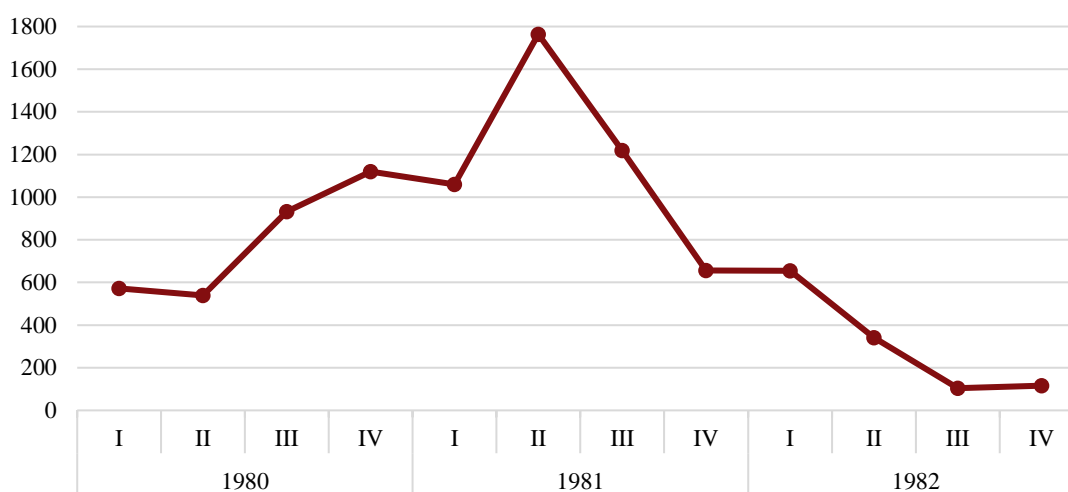
<sup>4</sup> La Tasa de Interés Preferencial de Estados Unidos (*Prime rate*) es el promedio de las tasas a la que los bancos comerciales norteamericanos realizan préstamos a sus clientes más solventes. Está determinada fundamentalmente por la Tasa de Fondos Federales.

<sup>5</sup> La *London Interbank Offered Rate (LIBOR)* es una tasa de interés referencial basada en las tasas con la que los bancos comerciales británicos realizan préstamos entre sí. Esta es publicada diariamente por la *British Banker's Association (BBA)* y su relevancia radica en que es usada internacionalmente como referencia para calcular productos financieros como los *swaps*.



Así, desde el segundo semestre de 1981 se registró una disminución continua del nivel de los flujos de capitales entrantes (ver Gráfico I). En efecto, durante los dos primeros trimestres de ese año el país registró un saldo en la cuenta de capitales de US\$ 1.060 millones y US\$ 1.764 millones respectivamente. Sin embargo, para el tercer trimestre se observa el inicio de una tendencia a la baja, con US\$ 1.218 millones, y tan solo US\$ 655 millones en el último trimestre (Le Fort, 1986).

Gráfico I. *Evolución trimestral de la cuenta de capitales 1980-1982 (en millones de dólares)*



Fuente: Elaboración propia en base a Le Fort (1986).

Por otro lado, los precios de los bienes no transables se mantuvieron firmes ante el mecanismo de ajuste debido a la rigidez salarial (ver Cuadro II). En efecto, a partir de 1979, con la ley laboral, los salarios nominales comenzaron a ajustarse automáticamente a la inflación de los meses anteriores. Esto generó que los salarios reales y los precios relativos de la producción interna se mantuvieran resistentes a la baja. Sin embargo, los costes de la contracción monetaria se reflejaron en un mayor desempleo y en una disminución de la producción (Edwards, 1984). De esta manera, para el último trimestre de 1981 el PGB disminuyó en 4,6% respecto al nivel del año anterior y la tasa de desempleo efectiva aumentó a 16,1%—un 17% más en relación con la tasa de desempleo efectiva durante el primer trimestre de ese año—. En suma, la contradicción que representó la aplicación del ajuste automático junto con la política de indexación salarial generó un efecto depresivo en la producción total y en el empleo.

Cuadro II

*Efectos no esperados del ajuste interno, 1979-I a 1982-II*

		Índice general del precio de bienes no transables (base 1978 – IV= 100) (1)	Variación % (2)	Tasa de desempleo % <sup>a</sup> (3)	Producto Geográfico Bruto	
					Millones de pesos – 1977 (4)	Variación anual % (5)
1979	I	106,27	6,3	16,9	78.320	-
	II	115,95	9,1	17,6	86.967	-
	III	132,62	14,4	18,0	84.555	-
	IV	144,85	9,2	16,7	87.332	-
1980	I	154,58	6,7	16,8	86.936	11,0
	II	168,07	8,7	18,4	89.750	3,2
	III	182,3	8,5	17,1	89.122	5,4
	IV	192,55	5,6	15,5	97.638	11,8
1981	I	201,7	4,8	13,7	94.303	8,5
	II	210,95	4,6	15,1	98.136	9,3
	III	223,15	5,8	15,5	97.829	9,8
	IV	233,77	4,8	16,1	93.148	-4,6
1982	I	234,25	0,2	21,0	86.735	-8,0
	II	235,55	0,6	24,9	85.530	-12,8

Fuente: Elaboración propia en base a Le Fort &amp; Gillet (1986); Jadresic (1986); Meller (1998)

<sup>a</sup> Considera el Programa de Empleo Mínimo (PEM).

A este panorama adverso se agrega el hecho de que en 1981 los términos de intercambio empezaron a deteriorarse. En efecto, ese año la cotización del principal producto de exportación chileno, el cobre, bajó 20 centavos de dólar respecto del precio de 1980 —de 99,2 cUS/Lb en 1980 a 78,9 cUS/Lb en 1981—. Ello representó una merma de casi 500 millones de dólares considerando que la disminución de un centavo en el precio de este metal representa una caída cercana a los 25 millones de dólares en exportaciones (Meller, 1998).

Para 1982 los problemas se profundizaron. Los flujos de capitales mantuvieron la tendencia a la baja registrada durante el año anterior, por lo que el DCC tuvo que seguir siendo compensado con venta de reservas por parte del Banco Central. Esto, a su vez, generaba una mayor contracción monetaria que deprimía el gasto interno, lo cual era necesario para producir un cambio en el precio relativo entre bienes transables y no

transables. Recordemos que las autoridades esperaban que la contracción hiciera caer los precios de los no transables y así inducir a una depreciación real sin recurrir a una devaluación. Sin embargo, la indexación salarial influyó sobre los precios provocando una resistencia a la baja de los bienes no comercializables. De esta manera, la disminución del gasto interno no significó un aumento del TCR —es decir, un encarecimiento relativo de los bienes extranjeros—. Más bien, significó una merma en la demanda de bienes importados como de productos nacionales. En consecuencia, el ajuste automático no solo fracasó en revertir el DCC, sino que tuvo efectos recesivos sobre la economía chilena.

Diversos sectores críticos de la política de ajuste apuntaban a una devaluación como mecanismo para conseguir la esperada depreciación real a través de un cambio en los precios relativos. No obstante, las autoridades argumentaban que una devaluación traería aparejado un proceso inflacionario que afectaría a los precios locales, siendo entonces inútil como medida. Además, el tipo de cambio fijo era considerado una meta de la política económica que representaba estabilidad para una pequeña economía abierta como la chilena (Meller, 1998).

En ese sentido, el ministro de hacienda de la época, Sergio de Castro, consideraba que la solución a la fallida política de ajuste no pasaba por una devaluación, sino por la desindexación salarial y una rebaja de un 12 o 13% en las remuneraciones. La lógica era la siguiente. En primer lugar, mediante un decreto se rebajarían las remuneraciones del sector público. Ello “arrastraría” los salarios del sector privado a la baja. De esta manera, al bajar el costo del trabajo, la producción de bienes no transables se abarataría, generando así un cambio en los precios relativos; el ansiado aumento del TCR. Sin embargo, debido a las eventuales repercusiones sociales dentro de un contexto de profunda agitación, esta propuesta no fue aceptada por los altos mandos de la Junta Militar (Carrasco, 2009; Gárate Chateau, 2012). Específicamente fue José Toribio Merino quien impidió esta rebaja (Carrasco, 2009). Así, Sergio de Castro renuncia al ministerio en abril y en junio Pinochet ordena la devaluación del peso en un 18%.

Como podía esperarse, los efectos inmediatos de la devaluación fueron negativos. Por una parte, la deuda externa, que venía acentuándose desde 1977, aumentó de forma considerable debido a que el costo del dólar en pesos ahora era mayor. Ello agudizó los problemas de insolvencia del mercado financiero interno, pues para mayo de 1982 cerca del

50% de los créditos otorgados por bancos comerciales estaba expresado en divisa norteamericana (Meller, 1998). De esta manera, tras la devaluación, los agentes económicos endeudados en moneda extranjera tuvieron mayores dificultades para cumplir con el pago de sus obligaciones. El riesgo de insolvencia entonces fue traspasado a los bancos generándose así una crisis financiera. Por otra parte, el flujo de crédito internacional, que venía disminuyendo desde el segundo semestre de 1981, se cortó abruptamente como reacción de la banca privada externa al empeoramiento de la deuda nacional. Además, dos meses después de la devaluación estalló la Crisis de la Deuda latinoamericana. En efecto, el incumplimiento de la deuda mexicana provocó que la banca internacional suspendiera el acceso que América Latina tenía al mercado internacional del crédito.

Así, a partir de 1982 Chile entró en un severo proceso de restricción externa. A saber, se produjo una escasez de divisas, ya que se complicó la obtención de estas y aumentaron las salidas destinadas a pagar el servicio de la deuda. Junto a ello, la economía chilena seguía acarreado un DCC y una recesión que mermaba la capacidad productiva y elevaba el desempleo a niveles sobre el 20%. Sin embargo, la devaluación significó el inicio de una nueva política de ajuste basada en la política cambiaria. En efecto, a partir de junio de 1982 las autoridades abandonaron el ajuste automático e impulsaron una recuperación cuyo pilar estaba en la modificación nominal del tipo de cambio; fundamento que, acompañado de ciertas medidas, resultó ser exitoso. Por ende, si bien la devaluación empeoró en primera instancia el estado de la economía chilena, representó un cambio en la racionalidad de las políticas de ajuste que en el mediano plazo terminó por dar resultado.

## Capítulo 2: Recuperación, 1982-1989

Se inicio entonces un proceso de recuperación complejo, caracterizado por distintas etapas, pero cuyos fundamentos podemos sintetizar a continuación. En primer lugar, los precios relativos entre los bienes transables y no transables debían modificarse con el objetivo de cerrar la brecha de la balanza comercial. Esto implicaba conseguir un aumento del TCR de modo que los productos importados se encarecieran relativamente y así desincentivar este gasto. Ello a su vez provocaría una mejora en la competitividad internacional del país, lo que era vital para combatir el DCC y la restricción externa. Para esto, el mecanismo fundamental sería la política cambiaria, la cual, para ser efectiva, debía estar apoyada en la desindexación de las remuneraciones. De otra forma, el alza de los bienes importados se traspasaría a los productos locales manteniendo constante la relación entre los precios externos e internos. En segundo lugar, el país debía renegociar los términos de la deuda externa y recuperar el acceso al crédito internacional con el objetivo de solventar la crisis. En ese sentido era urgente la obtención de estos recursos para afrontar el colapso del sistema bancario. Para ello, se debía acudir a organismos multilaterales como FMI y el Banco Mundial, los cuales servirían como mediadores para la renegociación de la deuda y prestamistas. A su vez, era menester recuperar el acceso a la banca privada internacional, para lo cual el Estado debía realizar una “inversión en reputación” (Meller, 1998). Esto significaba fundamentalmente asumir las deudas internacionales de los agentes locales insolventes y comprometerse a cumplir con el pago total y puntual de las obligaciones crediticias. A continuación, revisaremos cómo se llevaron a cabo estos procesos de transformación de los precios relativos y las negociaciones de la deuda.

Como señalamos con anterioridad, cerrar la brecha negativa entre importaciones y exportaciones era apremiante. Para esto el país debía que recuperar la competitividad internacional perdida durante los años en que el tipo de cambio fijo estuvo en vigencia. A comienzos de 1982, las autoridades manejaban dos opciones para conseguir esto: una devaluación y un recorte de 12 o 13% de las remuneraciones. Finalmente, la Junta Militar, atemorizada por la presión de las protestas sociales, optó por la primera medida.

El 14 de junio de 1982 el peso chileno se devaluó en un 18%, lo que significó que la cotización del dólar aumentó de 39 pesos —valor vigente durante el régimen de cambio fijo— a 46 pesos. Además, se anunció un ajuste gradual del tipo de cambio basado en una

devaluación mensual de 0,8%. Esta consideraba las fluctuaciones de una canasta compuesta por cinco monedas correspondientes a importantes socios comerciales del país<sup>6</sup>. Con ello se buscaba evitar un posible deterioro del TCR, pues durante el régimen de cambio fijo la apreciación del dólar había ocasionado una sobrevaluación del peso en relación con otras divisas.

Las críticas apuntaron a que el monto de la devaluación era insuficiente. En efecto, se sostenía que para recuperar la competitividad internacional perdida era necesaria una devaluación del 30% (Meller, 1998). En ese sentido, muchos agentes esperaron una nueva devaluación abrupta, lo que generó ataques especulativos contra el peso. A saber, la demanda de dólares aumentó debido a la creencia de que su coste iba a aumentar por medio de nuevas variaciones del tipo de cambio. Ello provocó que el Banco Central sufriera cuantiosas pérdidas de reservas en un contexto de restricción externa. De esta manera, antes de junio las ventas mensuales de divisas no superaron los US\$ 100 millones. Sin embargo, tras la devaluación, las ventas mensuales traspasaron el umbral de los US\$ 200 millones (ver cuadro).

Para frenar esta pérdida de reservas las autoridades creyeron conveniente modificar el sistema cambiario. Se instauró entonces un régimen de flotación libre. Con ello, se pretendía poner fin a las expectativas de una devaluación abrupta. En efecto, la cotización del tipo de cambio dejaría de estar determinada por el gobierno y pasaría a estar sujeta a la oferta y demanda del mercado. De esta manera, el mercado estabilizaría la paridad cambiaria y los agentes no tendrían que preocuparse por bruscas e inesperadas variaciones de la moneda local como pasó el 14 de junio. Este planteamiento, sin embargo, falló rotundamente. Habían pasado menos de dos meses desde que se anunció el fin del tipo de cambio fijo y el ambiente seguía siendo de gran incertidumbre. La incredulidad ante la libre flotación se manifestó en nuevas corridas cambiarias. Como consecuencia, en solo tres días el peso se depreció en 43,4% alcanzando el dólar los 67,4 pesos.

Tras este episodio, el Banco Central comenzó a intervenir regularmente, dando paso a un sistema de flotación sucia (con intervenciones esporádicas). A través de operaciones a mercado abierto, el Banco Central comenzó a vender mayores cantidades de reservas de las que vendía antes de implementarse la flotación libre. De esta forma, el organismo evitaba

---

<sup>6</sup> Estas monedas fueron el dólar, el marco, la libra, el franco y el yen.

una depreciación descontrolada del peso. En efecto, estas medidas provocaron una leve caída en la cotización del dólar pasando a bordear los 60 pesos. El costo de esta estabilización cambiaria, no obstante, fue tremendo. Ello se refleja en las millonarias ventas de reservas, las cuales llegaron a los US\$ 580 millones en septiembre (ver Cuadro III).

Cuadro III

*Ventas mensuales de reservas por parte del Banco Central, 1982  
(en millones de dólares)*

Enero	25,2
Febrero	60
Marzo	71,9
Abril	224,5
Mayo	97,3
Junio: 1-14	55,8
Junio: 15-30	110
Julio	203,7
Agosto	247,7
Septiembre	579,8
Octubre	515,2
Noviembre	386,2
Diciembre	149,9

Fuente: Obtenido de Meller (1998).

Estas ventas masivas motivaron la imposición de restricciones a la libre adquisición de monedas extranjeras. Para entonces, el mercado de divisas se encontraba segmentado. En definitiva, el 17 de agosto se creó un tipo de cambio preferencial el cual establecía una equivalencia de 50 pesos por dólar. A él podían acceder exclusivamente aquellos agentes que se habían endeudado en moneda extranjera antes de la instauración del régimen de flotación<sup>7</sup>. El 20 de septiembre empezaron a operar las restricciones en el mercado formal de divisas. Se estableció que este estaba destinado a operaciones relacionadas con el comercio internacional y actividades financieras de los bancos comerciales. De esta manera, el Banco Central impidió que los especuladores tuvieran acceso a sus reservas, y que, en consecuencia, tuvieran influencia sobre la cotización del peso. Finalmente, aquellos que no cumplieren con

<sup>7</sup> Este “dólar preferencial” significaba un subsidio destinado a aliviar las cargas que la devaluación representaba para la deuda externa privada.

los requisitos para acceder a estos mercados se verían relegados al comercio informal de divisas.

A pesar de que estas medidas pusieron fin a los ataques especulativos contra el peso, y que, en efecto, se habían establecido las condiciones para una estabilización de la moneda nacional, las autoridades decidieron modificar nuevamente el régimen cambiario. Así, el 29 de septiembre se anunció una nueva política con dos componentes. En primer lugar, el tipo de cambio se devaluó fijándose en 66 pesos por dólar. En segundo lugar, se estableció un sistema de flotación por bandas con un rango de  $\pm 2\%$ . La paridad central se ajustaría diariamente según un diferencial entre la inflación interna y la inflación internacional. Esta última estaba expresada en dólares estadounidenses y se estimaba en 1% mensual.

En lo inmediato, el nuevo régimen fue un éxito. Ello se refleja en el alza que tuvo el TCR durante el último trimestre, lo que revela una mejora en la competitividad internacional de la economía chilena. Esto se evidenció en los saldos positivos que el país empezó a obtener en su balanza comercial (ver Cuadro IV). Asimismo, las ventas de reservas internacionales del Banco Central comenzaron a bajar, pasando de US\$ 580 millones en septiembre a US\$ 150 millones en diciembre. Por otra parte, la reacción de los agentes económicos fue positiva debido a que el monto de la devaluación era similar al valor por el cual se estaba transando el peso en esos momentos. El 24 de septiembre, 5 días antes de que se anunciara el nuevo sistema cambiario, el dólar era cotizado en 67 pesos; por lo que la fijación de dólar en 66 pesos no representó gran variación.

Cuadro IV

<i>Mejora de la competitividad internacional, 1982 (en millones de dólares)</i>					
		TCR (1977=100)	Exportaciones FOB	Importaciones FOB	Saldo de Balanza Comercial
1982	I	75,8	958,2	1.147,20	-189,00
	II	78,6	951,1	941,6	9,50
	III	97,0	908,0	800,7	107,30
	IV	109,2	888,8	753,6	135,20

Fuente: Elaboración propia en base a Le Fort (1986).

El núcleo de este sistema persistió a lo largo de la década. Las devaluaciones y minidevaluaciones fueron constantes y lograron una progresiva depreciación real. No



obstante, existieron modificaciones en la estimación de la inflación internacional y al rango de la banda de flotación. Por una parte, la valoración de la inflación externa fue variando en función de lograr distintos objetivos cambiarios. Así, la inflación internacional se tasó en 0% en 1983 para obtener una mayor paridad central y, en consecuencia, para inducir una mayor depreciación. Por otra parte, el rango de la banda de  $\pm 2\%$  se mantuvo así durante la mayor parte de la década. Solo en 1989 se amplió a un  $\pm 5\%$ .

De este modo, para finales de 1982 el nuevo mecanismo de ajuste estaba instaurado. Las devaluaciones realizadas desde el 14 de junio habían logrado que la economía nacional recuperase su competitividad internacional. Además, el sistema de ajuste gradual basado en las fluctuaciones de la inflación nacional e internacional permitió que la relación entre los precios externos y los internos se mantuviera constante. Así se aseguró que cualquier alza en el nivel de precios local no significase un deterioro del TCR.

En paralelo, el gobierno implementó políticas complementarias cuya finalidad era mantener un TCR favorable y un superávit comercial. De esta forma, en 1982 se eliminó la indexación salarial. Ello permitió que las devaluaciones no aumentaran el costo del trabajo, haciendo que los precios de los bienes no transables se mantuvieran relativamente bajos en comparación con los transables. Asimismo, para influir sobre los precios de las importaciones se llevaron a cabo medidas comerciales proteccionistas; la denominada “segunda reforma comercial” de la dictadura.

En efecto, el arancel uniforme, que desde 1979 estaba fijado en 10%, fue elevado progresivamente hasta llegar a un *peak* de 35% en septiembre de 1984. Posteriormente, a medida que la restricción externa fue disminuyendo, el nivel de los aranceles se fue reduciendo de forma paulatina hasta llegar a un 11% uniforme en 1991 (ver Cuadro V). Otra política proteccionista fue la implementación de sobretasas arancelarias a partir de 1983, las cuales fueron justificadas como medidas *antidumping*. Así, a los productos que presentaban precios distorsionados se les aplicó un arancel total máximo de 35%. No obstante, al igual que los aranceles uniformes, los montos de las sobretasas fueron bajando hasta alcanzar un 5%. Finalmente, desde 1983 también se estableció un sistema de bandas de precios. Este afectó a tres productos agrícolas: el trigo, el azúcar y el aceite vegetal. Con ello se buscó resguardar al productor nacional de las variaciones de los precios internacionales e incentivar

la producción de estos bienes. A la postre, esta política fue significativa para la recuperación del sector agrícola tradicional (Ffrench-Davis, 2018).

Cuadro V

<i>Fluctuación del arancel uniforme y recuperación del sector agrícola, 1980-1989</i>		
	Arancel promedio (%)	Embarques de exportación de productos agrícolas (millones de US\$)
	(1)	(2)
1980	10,1	75,6
1981	10,1	69,5
1982	10,1	45,3
1983	17,9	33,2
1984	24,4	49,9
1985	25,8	65,8
1986	20,1	80,3
1987	20,0	77,9
1988	15,1	101,7
1989	15,1	157,9

Fuente: Elaboración propia en base a Ffrench-Davis (2018); Banco Central de Chile (2001)

Para 1984 se podía constatar que los mecanismos de ajuste externo estaban siendo exitosos. El país mostraba un superávit comercial desde fines de 1982 y el nivel del TCR era muy superior al de los tiempos de la crisis. Esto motivó a que las autoridades implementaran políticas de tipo expansivas para disminuir los efectos de la recesión interna. En consecuencia, durante 1984 el PGB aumentó en un 6,3% y el desempleo —considerando los programas PEM y POJH— descendió de 31% a 24% (Jadresic, 1986; Meller, 1998). La mejora de estos indicadores, sin embargo, implicó un agravamiento del desequilibrio externo. En definitiva, a partir del segundo semestre de ese año el saldo comercial volvió al ser negativo. A saber, durante el tercer y cuarto trimestre el país registró déficits de US\$ 102 millones y US\$ 34 millones respectivamente. En tanto, el DCC aumentó de US\$ 1.073 millones en 1983 a US\$ 2.060 millones (ver Cuadro VI).

Cuadro VI

*Empeoramiento del desequilibrio externo a partir de las políticas expansivas de 1984, 1983-I a 1984-IV (en millones de dólares)*

		Exportaciones	Importaciones	Saldo	DCC
		FOB	FOB	comercial	
1983	I	896,8	618,8	278,0	-258,2
	II	1046,3	683,2	363,1	-160,4
	III	969,2	720,2	249,0	-251,1
	IV	914,7	795,8	118,9	-403,3
1984	I	957,5	724,0	233,5	-549,3
	II	1081,4	884,6	196,8	-340,0
	III	818,1	920,5	-102,4	-286,4
	IV	793,1	827,9	-34,8	-884,3

Fuente: Elaboración propia en base a Le Fort (1986).

Para revertir este deterioro comercial las autoridades establecieron una devaluación de 23,7% en septiembre de 1984. Ello implicó un alza del TCR de un 11% para el último cuarto del año (Le Fort, 1986). Esta mejora en la competitividad internacional se manifestó en el incremento del saldo comercial durante el último trimestre.

En 1985 asumió como ministro de hacienda Hernán Büchi, quien impulsó un proyecto económico caracterizado por la mantención de un gasto interno sobrio y la expansión de las exportaciones; políticas que volvían a poner en la palestra el problema del desequilibrio externo por sobre el interno. Con ello se esperaba cubrir el DCC, que para entonces era diagnosticado como un problema de largo plazo. Lo anterior requería llevar adelante un proceso de mayor depreciación real, lo que se consiguió mediante ajustes graduales del tipo de cambio; dos devaluaciones abruptas —en febrero y junio de ese año el peso se devaluó 9% y 5% respectivamente—, y un congelamiento salarial vía decreto. Junto a esta política, se establecieron una serie de programas subsidiarios para potenciar las exportaciones no tradicionales. Una de las más significativas fue el Reintegro Simplificado, que compensaba el valor arancelario de los insumos importados que necesitaban las empresas exportadoras de bienes no tradicionales. Esto permitía que los exportadores consiguieran un reembolso del 10% del valor de sus exportaciones (Ffrench-Davis, 2018).

Los resultados de estas políticas fueron exitosos, aunque deben considerarse igualmente los efectos positivos de mejoras en los términos de intercambio —una caída del petróleo y

una leve, pero sostenida alza del precio del cobre—. En primer lugar, el superávit comercial del país aumentó de US\$ 883 millones en 1985 a US\$ 1.308 millones en 1987, lo que representa una mejora del 48%. En segundo lugar, la composición de las exportaciones refleja que entre 1985 y 1987 la minería, si bien siguió primando, perdió preponderancia dentro del sector exportador (ver Cuadro VII y Cuadro VIII). Ello se explica por el crecimiento del sector agropecuario-marino<sup>8</sup> e industrial. Finalmente, durante el mismo periodo el TCR exhibió un aumento del 14%, lo que coincide con los mayores beneficios comerciales obtenidos (ver Cuadro VII).

Cuadro VII

*Mejora del saldo comercial y aumento del TCR, 1985-1987 (en millones de dólares)*

	Exportaciones (1)	Importaciones (2)	Saldo comercial (3)	TCR (1986=100) (4)
1985	3.804,10	2.920,40	883,70	91
1986	4.191,20	3.099,10	1.092,10	100
1987	5.302,50	3.994,30	1.308,20	104,3

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile (2001); Ffrench-Davis (2018).

Cuadro VIII

*Evolución de las exportaciones, 1985-1987 (millones de dólares)*

	Productos mineros		Productos agropecuarios y marinos		Productos industriales		Otros		Monto total
	Monto	Porcentaje (%)	Monto	Porcentaje (%)	Monto	Porcentaje (%)	Monto	Porcentaje (%)	
1985	2.120,70	55,7	515,1	13,5	1.077,50	28,3	90,8	2,3	3.804,10
1986	2.096,10	50,0	683,0	16,2	1.319,80	31,4	92,3	2,2	4.191,20
1987	2.603,30	49,0	875,8	16,5	1.682,20	31,7	141,2	2,6	5.302,50

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile (2001).

Al buen desempeño exterior conseguido durante estos tres años se suma una mejora de los términos de intercambio a finales de 1987. En efecto, entre 1987 y 1989 la cotización del cobre subió de 80,8 ¢/lb a 129,2 ¢/lb. Un aumento similar ocurrió con la harina de pescado y

<sup>8</sup> Fundamentalmente del sector pesquero.

la celulosa, que durante el mismo periodo de tiempo ascendieron de US\$ 383,4/ton. a US\$ 409,1/ton y US\$ 612,9/ton. a US\$ 829,5/ton respectivamente. Este notable aumento en el precio de las materias primas, sobre todo del cobre que representaba cerca del 50% de las exportaciones nacionales, permitió que para 1988 la restricción externa fuese eliminada (Ffrench-Davis, 2018).

En cuanto a la renegociación de la deuda externa, el país optó por tomar una postura no conflictiva. En efecto, se creía que el cumplimiento de estas obligaciones le permitiría al país volver a acceder al mercado internacional del crédito. Como consecuencia, el gobierno asumió el pago de la deuda externa sin garantía del sector financiero —estimada en US 3.500 millones (Meller, 1998)— e impulsó una serie de políticas de subsidio a los agentes endeudados en moneda extranjera. En paralelo, se acudió a organismos internacionales para 1) obtener créditos que permitiesen financiar en el corto plazo el aumento del DCC provocado por las sucesivas devaluaciones, y 2) mediar ante los bancos acreedores y generar instancias de negociaciones en conjunto. Finalmente, en 1985 se inició un programa de conversión de deuda que permitió que el país redujera notablemente el monto de sus obligaciones a través de capitalizaciones y descuentos de los pagarés.

Con la disminución de flujos financieros se desató una crisis bancaria entre 1982 y 1983. En lo inmediato, el gobierno procuró establecer políticas de ayuda hacia aquellos endeudados en moneda extranjera. Así, en agosto de 1982 instauró un “dólar preferencial” con paridad en 50 pesos; costo menor al valor oficial, lo que representó una transferencia de recursos públicos hacia privados. También se estimuló el uso de las pocas líneas de crédito internacional a través de *swaps*. En efecto, los bancos comerciales se rehusaban a contraer préstamos en dinero extranjero, pues ante una eventual devaluación su endeudamiento aumentaría en términos de moneda local. De esta forma, el Banco Central asumió el riesgo cambiario, subsidiando las operaciones de los bancos comerciales.

Simultáneamente, se llevó a cabo un proceso de “estatización” de la deuda. En primer lugar, el Banco Central incrementó su endeudamiento con el objetivo de abastecer al mercado interno de divisas, las cuales eran necesarias para el pago de los intereses en un ambiente de restricción externa. En segundo lugar, se otorgó garantía pública a las deudas del sector financiero. Ambos factores generaron un cambio en la composición de la deuda externa, pues

a partir de 1984 las deudas con garantía estatal empezaron a predominar (Ffrench-Davis, 2018).

Con el objetivo de enfrentar estos nuevos compromisos, el gobierno recurrió a organismos multilaterales, los cuales concedieron préstamos a cambio de la aplicación de programas de ajustes elaborados por ellos. De esta forma, Chile empezó a recibir asesorías del FMI mediante sucesivos Acuerdos de Derecho de Giro (*stand-by*)<sup>9</sup>. En primer lugar, ello permitió que el país accediera a rondas de reprogramación de deuda con los bancos acreedores. En segundo lugar, el FMI impulsó a que la banca internacional dispusiera créditos de refinanciación para los países involucrados en los acuerdos (*new money*), lo que significó la obtención de mayores recursos. Finalmente, eso abrió el camino para el establecimiento de acuerdos similares con otros organismos multilaterales como el BID y el Banco Mundial.

Así, el primer *stand-by* fue suscrito en 1983 y promovió la implementación de políticas monetarias y fiscales restrictivas con el fin de disminuir el DCC. No obstante, muchas de las medidas indicadas por el FMI ya habían sido aplicadas. A modo de ejemplo, se instaba a complementar la depreciación real a través de una política de contención salarial, lo que se había efectuado en 1982 con la desindexación de las remuneraciones. El problema con estas medidas es que estaban destinadas a combatir el desequilibrio externo, lo que hacía que se dejaran de lado los inconvenientes de la recesión interna. En efecto, las políticas de restricción fiscal y monetaria eran incongruentes con la reversión del alto nivel de desempleo. En ese sentido, es significativo que, tras la implementación de medidas expansivas para aminorar la recesión en 1984, el DCC sufrió un deterioro, lo que implicó un incumplimiento del principal objetivo del FMI.

Para 1985, Chile se suscribió al programa de Facilidad Ampliada del FMI (EFF), el cual se diferencia del Acuerdo Stand-By por ser un programa de largo plazo. Esta vez, las metas de la institución estaban orientadas en reducir el DCC a través de una expansión de las exportaciones. Para ello estaba contemplado mejorar la competitividad internacional mediante la realización de importantes depreciaciones reales. En esta ocasión las autoridades cumplieron con los objetivos, pues como vimos con anterioridad, a lo largo de 1985 se

---

<sup>9</sup> Los Acuerdos de Derecho de Giro o Acuerdos Stand-By son instrumentos crediticios de corto plazo dispuestos por el FMI para países en crisis con necesidad de financiamiento. Los acuerdos implican el establecimiento de una serie de metas cuantitativas —como puede ser recortar nivel del déficit— mediante programas de ajustes económicos.

llevaron a cabo dos devaluaciones abruptas y se estimularon las exportaciones no tradicionales mediante programas como el Reintegro Simplificado. Como consecuencia, desde ese año los objetivos cuantitativos proyectados por el FMI comenzaron a ser cumplidos, lo que implicó un progresivo mejoramiento del desequilibrio externo (ver Cuadro IX).

Cuadro IX

*Evolución de la proyección del DCC del FMI y los resultados efectivos (en millones de dólares)*

1983	Proyección del FMI	-1.602
	Resultado Efectivo	-1.117
1984	Proyección del FMI	-1.300
	Resultado Efectivo	-2.060
1985	Proyección del FMI	-1.380
	Resultado Efectivo	-1.329
1986	Proyección del FMI	-1.300
	Resultado Efectivo	-1.137
1987	Proyección del FMI	-1.000
	Resultado Efectivo	-811

Fuente: Elaboración propia en base a Meller (1998)

Además de estos acuerdos con el FMI, el país recibió recursos por parte del Banco Mundial a través de la adhesión al programa *Structural Adjustment Loan* (SAL). Sin embargo, muchas de estas medidas ya habían sido aplicadas en la década de los setenta, por lo que el SAL no representó en lo más mínimo un cambio de paradigma. En efecto, los diagnósticos de los organismos multilaterales sobre la crisis coincidieron tanto en lo general como en lo específico.

De este programa debe destacarse el Fondo de Estabilización del Cobre, el cual funcionaba como un mecanismo que aseguraba la mantención de un TCR alto. Recordemos que este mineral representaba el 45% de las exportaciones del país, por lo que cualquier alza en su precio podía repercutir en una apreciación real. De esta manera, se estableció un “límite” de ingresos referentes a las exportaciones de CODELCO. En consecuencia, si la cotización del mineral rojo subía, el “exceso” de ganancias debía esterilizarse a mediante la creación de un fondo en el Banco Central. Con ello se evitaba que un alza en el precio del cobre afectara el nivel del TCR. Pese a todo, el programa fracasó debido a que las autoridades decidieron ocupar estos recursos para financiar las políticas expansivas de 1988, las cuales

pretendían generar una sensación de bienestar de cara al plebiscito de ese año (Gárate Chateau, 2012; Meller, 1998).

Finalmente, a partir de 1985 se inició un programa de conversión y descuento de la deuda externa. Esto fue posible gracias a la venta de títulos de deuda por parte de los acreedores en el mercado internacional secundario. Los títulos eran vendidos con un 40% de descuento en promedio, lo que representó una pérdida para los prestamistas y un enorme beneficio para los inversores. A raíz de esto, el Banco Central incentivó que residentes en Chile adquiriesen estos pagarés. De esta forma, muchos títulos de deuda pasaron a ser propiedad de agentes chilenos; incluso del sector público. Posteriormente, los nuevos acreedores negociaban con los prestatarios —por lo general bancos comerciales— un prepago en base a un nuevo descuento de la deuda. Esta vez, sin embargo, el descuento era de un 10 o un 15% del valor original. Como consecuencia, el monto final a pagar disminuía. Asimismo, se estimuló la conversión de la deuda en capital. Este proceso implicaba un canje del pagaré por activos del prestatario. Como la deuda había sido asumida por el sector público, los paquete accionarios negociados involucraron empresas estatales en vías de ser privatizadas (Gárate Chateau, 2012). De esta manera, muchos ex acreedores extranjeros se convirtieron en inversores internos. Sin embargo, para evitar retiros de capital o masivas remesas de utilidades, se establecieron plazos mínimos de permanencia para el capital convertido. En definitiva, para 1988 estos mecanismos permitieron que el endeudamiento externo se redujera en US\$ 800 millones (Fontaine, 1988).

Este proceso consiguió disminuir sobre todo la deuda contraída con acreedores privados, no obstante, las obligaciones con organismos multilaterales fueron aumentando. Así, a partir de 1987 se iniciaron nuevas rondas de negociaciones destinadas a mejorar los términos de pago. Como resultado, los acreedores accedieron a postergar los servicios de la deuda para principios de la década de los noventa.

En suma, los beneficios de la expansión comercial, los procesos de renegociación y conversión de la deuda, y una sustancial mejora de los términos de intercambio desde 1987 hicieron posible que para 1988 la restricción externa fuese eliminada. Así terminaba un largo proceso de ajuste que duró siete años. A partir de entonces, la disponibilidad de divisas permitió que la Dictadura iniciase un proceso de expansión que condujo al sobrecalentamiento de la economía de 1989 (Ffrench-Davis, 2018).



### **Capítulo 3: El período contra-cíclico, 1990-1999**

Para inicios de la década de 1990 el panorama macroeconómico chileno era sustancialmente opuesto al experimentado a comienzos del periodo anterior. El país había logrado eliminar los problemas de escasez de divisas en 1988, y ahora se enfrentaba a una nueva oleada de flujos de capitales que pretendía ingresar a la región.

En efecto, Carlos Marichal (2010) señala que a partir de cambios en la regulación del mercado financiero de Londres, en 1986, se impulsó un proceso de globalización financiera con altos componentes de volatilidad. Ello se amparó en la aplicación de nuevas tecnologías de información, así como en innovaciones relacionadas con instrumentos financieros. En virtud de esto, la composición de la oferta de capitales adquirió un carácter mucho más diverso y reversible que en los setenta. De esta manera, si antes predominaban los créditos bancarios de mediano plazo, a partir de los noventa las inversiones de cartera, la compra de bonos líquidos, los préstamos de corto plazo y la adquisición de empresas extranjeras se hicieron preponderantes (Ffrench-Davis, 2005).

En paralelo, América Latina acababa de experimentar un proceso de cambios estructurales ligados a la implementación de políticas de apertura económica. Al igual que Chile, muchos países de la región acudieron a instituciones internacionales que a cambio de recursos les demandaban el cumplimiento de programas de liberalización. Esto, a mediano plazo, provocó la formación de un ambiente favorable para la inversión extranjera, pues supuso una reducción del riesgo país de estas naciones (Zahler, 1998). Además, la caída de las tasas de interés en E.E. U.U y otros países industrializados generó un mayor atractivo por invertir en países emergentes de la región. En efecto, los diferenciales entre las tasas externas e internas hacían que la rentabilidad de América Latina fuese alta, lo que estimuló el arbitraje. Así, desde 1989 se constató un retorno de flujos de capitales a nivel regional (Culpeper, 1995).

Chile, no obstante, había comenzado a atraer inversores extranjeros desde 1985 a través del proceso de conversión de deudas. Esto, sin embargo, no implicó un influjo de grandes cantidades de divisas, pues el mecanismo de conversión más bien favoreció el egreso de recursos, lo que finalmente fue desalentado mediante políticas restrictivas (Ffrench-Davis, 2018). Recién desde 1987 el país empezó a registrar una masiva entrada de capitales a través del crecimiento de la inversión extranjera, la que se intensificó para inicios de la década de

1990 (Agosin, 2001; Mognillansky & Titelman, 1993). A ello ayudó una serie de factores coyunturales que señalaremos a continuación.

Hemos comentado que la caída en las tasas de interés de los países industrializados significó una motivación para que los agentes de estas naciones invirtieran en países con altas tasas. Esta práctica, sin embargo, implica un riesgo cambiario, pues una devaluación en el país invertido significa menores ganancias en dólares. Por ello, los inversionistas buscaron países cuyas monedas tendieran a la apreciación y fueran relativamente estables. En ese sentido, Chile era sumamente atractivo, pues tras un largo periodo de restricción y de devaluación del peso, se esperaba que la moneda nacional se apreciase. Sobre todo, a raíz de la expansión de las exportaciones durante el último bienio de los ochenta. Asimismo, en enero de 1990 el Banco Central elevó la tasa de política monetaria (TPM), la cual determina el nivel de las tasas de los préstamos interbancarios diarios. Por ende, esto redundó en una subida de la tasa de interés, que entre 1989 y 1990 aumentó de 35,7% a 48,2% (Díaz et al., 2016).

Existieron además otros elementos que estimularon el influjo de capitales externos. En primer lugar, el aumento del TPM causó un encarecimiento de los activos financieros, lo que estimuló la entrada de capitales especulativos de corto plazo. En segundo lugar, el país, en su condición de economía emergente, poseía un escaso *stock* de capital productivo. Debido a ello, las inversiones de este tipo resultaban ser altamente rentables. Finalmente, diversos fondos de inversiones y agencias calificadoras establecieron una disminución del riesgo país, lo que terminó por fortalecer el atractivo de Chile a ojos de los inversores internacionales (Ffrench-Davis, 2018).

Ante esta situación, las autoridades priorizaron la entrada de inversión extranjera directa (a partir de ahora IED), que supone la colocación de capitales a largo plazo, y, en menor medida, inversiones de mediano plazo. En cambio, los capitales de corto plazo, también conocidos como “capitales golondrinas”, fueron desincentivados mediante una activa política cambiaria y la implementación de un encaje no remunerado sobre las inversiones financieras. La causa de esta selectividad fue evitar los desequilibrios macroeconómicos que producen.

En definitiva, las inversiones internacionales de corto plazo generan fluctuaciones cambiarias que suelen remecer los precios relativos entre bienes transables y no transables —varía el TCR—, lo que perjudica la estabilidad del desarrollo productivo. En concreto,

cuando el capital foráneo ingresa a un país tiende a causar una apreciación de la moneda local pues aumentan las reservas de divisas disponibles. Con ello se estimulan las importaciones y se desincentiva la producción de exportaciones. Sin embargo, ante la rápida salida de estas divisas la moneda vuelve a su valor original, modificándose nuevamente los incentivos del mercado. En suma, se produce un impacto brusco y negativo sobre los flujos comerciales.

Esto era incompatible con el modelo de desarrollo adoptado por el gobierno. En efecto, autores como Moguillansky y Titelman (1993) plantean que fluctuaciones del TCR desalientan el volumen y la diversificación de las exportaciones al disminuir la inversión en distintos sectores productivos de transables. En ese sentido, era necesario generar una política que permitiese aislar el componente volátil de la inversión extranjera para lograr mantener una paridad cambiaria estable. De esta forma, se resguardaría un crecimiento sólido y constante. En consecuencia, a partir de inicios de los noventa comenzaron a gestarse las primeras normativas destinadas a mitigar los riesgos financieros externos; las denominadas regulaciones macroprudenciales.

Cabe destacar, sin embargo, que este tipo de medidas no fue implementado inmediatamente tras el retorno de la democracia. La adopción de regulaciones financieras, como toda elaboración de política pública, implicó un marco de profundas discusiones. Considerando además que el ambiente internacional, influido por el Consenso de Washington, era favorable a la apertura de la cuenta de capitales, y que la prensa local abogaba por la no intervención económica, las políticas macroprudenciales resultaban sumamente polémicas. A pesar de todo, la puesta en marcha de estas medidas fue posible gracias a una exitosa coordinación entre las autoridades del Banco Central y el Ministerio de Hacienda, quienes optaron por defender un modelo de desarrollo sostenido.

De esta forma, durante 1990 predominó la discusión sobre una eventual intervención al interior de la banda cambiaria, que para entonces abarcaba un rango de  $\pm 5\%$ . La razón de ello radica en que el tipo de cambio observado (a partir de ahora TCO)<sup>10</sup> se ubicaba en el piso de la banda debido a las presiones de apreciación que inducían los crecientes flujos de capitales. Finalmente, el Banco Central decidió actuar a comienzos de 1991, cuando se

---

<sup>10</sup> El tipo de cambio observado (TCO) es un promedio ponderado de los montos por los cuales se transan en el mercado las divisas.

promovió una política transitoria de “ruido cambiario” para desalentar las inversiones de corto plazo.

Esta consistió en una sucesión de revaluaciones y devaluaciones de la paridad central — también conocida como tipo de cambio acuerdo (TCA)— hasta volver al nivel original. En efecto, la tendencia a la devaluación, inesperada para los agentes externos, ocasionaba que las rentabilidades provenientes del arbitraje y del *spread*<sup>11</sup> fueran menores para los inversores extranjeros, por lo que el país se tornaba más riesgoso y menos atractivo. Pero si bien esta medida fue efectiva, no podía sostenerse a largo plazo (Ffrench-Davis, 2018). Por una parte, el sistema se volvería predecible —lo que efectivamente ocurrió durante el tercer y último estos movimientos— por lo que dejaría de ser práctico. Por otra parte, estas fluctuaciones provocadas por el Banco Central terminarían afectando la estabilidad del TCR suscitando daños al sector exportador. En suma, fue una medida momentánea que permitió la elaboración de una reforma más duradera.

En junio de 1991, junto con una revaluación del 2% de la paridad central y una reducción arancelaria al 11%, se anunció el mecanismo definitivo mediante el cual se regularía la entrada de capitales. Este consistía en la implementación de un encaje no remunerado de 20% sobre todo tipo de crédito externo. Dichos fondos debían ser depositados en el Banco Central por un plazo que oscilaba entre los 90 días y un año dependiendo del tiempo de la operación. A su vez, se decretó un impuesto de 1,2% sobre las operaciones crediticias externas; monto con el cual ya se gravaba a los prestamos internos.

Si bien el encaje fue exitoso, el panorama internacional para finales de 1991 empañó su eficacia. A saber, mientras las tasas de interés estadounidenses continuaban a la baja, el Banco Central decidió elevar la TPM. Esto respondió al contraste en los niveles de actividad económica que E.E.U.U. y Chile experimentaron en ese momento. Por el lado norteamericano, la Reserva Federal puso en marcha medidas destinadas a producir una reactivación de la economía, pues el país pasaba por una prolongada recesión. En cambio, por el lado chileno, el Banco Central propició políticas de enfriamiento a causa de las elevadas tasas de crecimiento, cercanas a la frontera productiva. En consecuencia, la generación de una mayor diferencia entre las tasas de interés significó un nuevo estímulo

---

<sup>11</sup> El *spread* es el margen de diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un activo financiero.

para el arbitraje. De esta forma, aumentaron las presiones para fortalecer las normativas macroprudenciales.

En efecto, desde 1992 el Banco Central comenzó a implementar una serie de medidas destinadas a endurecer las restricciones hacia los capitales volátiles. Para ello se realizó una ampliación progresiva de los alcances del encaje. Así, durante enero este se hizo extensivo a todos los depósitos a plazo en divisas. Posteriormente, en mayo, se decidió elevar su tasa a 30% y se aumentó su plazo mínimo a un año. Por último, en 1995 se extendió a las adquisiciones de acciones chilenas por parte de residentes en el extranjero<sup>12</sup>.

En paralelo, se llevó a cabo un complejo proceso de reforma del sistema cambiario. Recordemos que el régimen vigente venía siendo catalogado, desde inicios de la década, como poco efectivo para afrontar el nuevo panorama internacional. Ello se reflejó en discusiones al interior del Banco Central, en donde se postuló que, debido a las presiones de apreciación que sufría el peso, se debía intervenir al interior de la banda cambiaria (Ffrench-Davis, 2018). A la postre, esto ocurrió en marzo de 1992; sin embargo, esta determinación fue una reacción a los resultados obtenidos tras la ampliación del rango de la libre flotación a  $\pm 10\%$  en enero.

En definitiva, luego del ensanchamiento del marco cambiario, el TCO se revaluó en casi diez puntos, lo que implicó que la paridad cayera al fondo de la banda. Como consecuencia, se formaron expectativas de mayores revaluaciones, pues se pensaba que el Banco Central iba a adoptar una postura más permisiva ampliando nuevamente el rango de flotación. A su vez, ello alentó el influjo de capitales, que, a pesar de las restricciones, seguía generando presiones de apreciación sobre el peso. Después de todo esto, las autoridades se decantaron por intervenir, dando paso así a un sistema de flotación “sucio” dentro de los marcos de la banda.

Además, en julio de 1992 se puso en práctica una política que había sido ensayada diez años atrás. Se trata de la indexación del peso a una canasta de monedas extranjeras, la cual reemplazó al dólar como única referencia de valor. Esta vez, las divisas fueron tres: el dólar, con una ponderación de 50%; el marco con 30%, y el yen con 20%.

---

<sup>12</sup> Las transacciones de acciones chilenas en el extranjero se realizan mediante la emisión de *American Depositary Receipts* (a partir de ahora ADRs). Estos son títulos que respaldan el depósito de acciones no estadounidenses en bancos de dicho país. De esta forma, compañías de todo el mundo pueden emitir acciones en el mercado financiero norteamericano.

Como resultado de este proceso de regulación financiera, los flujos de capitales de corto plazo fueron desincentivados a raíz de la pérdida de su rentabilidad. Por una parte, el encaje y los impuestos asociados a los créditos externos aumentaron los costos financieros de inversiones riesgosas para el país (Le Fort & Lehmann, 2003). Por otra parte, la intervención dentro de bandas cambiarias permitió estabilizar el valor de la moneda nacional y que el Banco Central tuviera un mayor control sobre el TCR, lo que desalentó la llegada de capital especulativo. Asimismo, la indexación del peso a una canasta de monetaria otorgó incertidumbre cambiaria al arbitraje de tasas de interés, pues según Ricardo Ffrench-Davis se producía una “inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas” (2018, p. 354).

Desde otra perspectiva, el nuevo marco de regulaciones propició que la oferta de capitales fuese canalizada hacia la inversión extranjera directa (IED), la cual registró un importante crecimiento durante el primer quinquenio de la década. Esta, no obstante, posee un doble componente: la inversión nueva o *greenfield* y las adquisiciones internacionales. La primera se caracteriza por la formación de activos fijos necesarios para las operaciones iniciales de una empresa en el país. Por otro lado, la segunda, como su nombre lo indica, consiste en la compra de títulos de propiedad de capital ya existente por parte de agentes residentes en el extranjero. Por ende, la IED *greenfield* genera mayores empleos y un aumento del *stock* productivo, lo que compensa en parte las presiones de revaluación causadas por el ingreso de divisas. En cambio, las adquisiciones no producen aumentos en la producción y en consecuencia, el monto en monedas extranjeras entrante tiende a dirigirse al mercado cambiario (Ffrench-Davis, 2018).

Al respecto, la composición de los flujos netos de la IED revela que durante la primera mitad de la década las inversiones nuevas predominaron por sobre las adquisiciones (ver Cuadro X). Ello se reflejó directamente en una significativa formación bruta de capital fijo (FBKF), pues entre 1992 y 1996 esta tuvo un incremento anual de 14%. En consecuencia, los capitales *greenfield* influyeron en las elevadas tasas de crecimiento y los bajos niveles de desocupación alcanzados. En efecto, durante el mismo periodo el PIB registro un ritmo de crecimiento anual del 7,5% y el desempleo promedio un 7% (Zahler, 1998).

Cuadro X

*Composición de los flujos de inversión extranjera directa, 1990-1999 (US\$ de 2005 como % del PIB)*

	Entrada neta de IED	IED <i>greenfield</i>	Fusiones y adquisiciones
1990-1995	3,6	2,6	1,0
1996-1997	8,0	5,0	3,0
1990-1997	4,7	3,2	1,5
1998-1999	10,0	3,1	6,9

Fuente: Elaboración propia en base a Ffrench-Davis (2018)

A fin de cuentas, las regulaciones macroprudenciales desarrolladas en el primer quinquenio de los noventa funcionaron como barrera selectiva, la cual permitió que el país enfrentara adecuadamente la oferta de capitales que experimentaba la región. Esta política estuvo sustentada en la idea, correcta después de todo, de que los flujos de inversión presentes respondían a un ciclo expansivo de la economía latinoamericana. Por tanto, ante signos de recesión, estos flujos se contraerían huyendo de los países a los que habían ingresado. En virtud de ello, las autoridades chilenas apostaron por admitir capitales de larga duración y desalentar aquellos de corto plazo. Así se aseguraba una inversión sostenida en el tiempo que, si bien no suponía *peaks* tan elevados, compensaba los momentos adversos del ciclo. De esta manera, cuando los flujos se fugaron de la región en 1995, Chile permaneció inmune. En definitiva, eso permitió que el país se librara de la denominada Crisis Tequila, que afectó con fuerza a México y Argentina.

Sin embargo, a partir de 1996 el Banco Central adoptó una actitud pasiva frente a un escenario que exigía mayores fortalecimientos de medidas contracíclicas. Ffrench-Davis (2018) apunta a que la renovación de los miembros de este organismo trajo consigo mayores presiones tendientes a una relajación de las políticas macroprudenciales. Se produjo desde entonces una suerte de descoordinación entre el Banco y el Ministerio de Hacienda, que por su parte se mostró favorable a mayores regulaciones financieras. No obstante, debe destacarse que el sistema de encaje no se desmanteló, sino que se mantuvo tal cual a pesar de los cambios en el panorama externo.

La inmunidad a la Crisis del Tequila provocó que el país mejorara su evaluación en los mercados internacionales, y adquiriera, por tanto, un mayor atractivo ante los inversores. De esta forma, muchos capitales que huían de los países afectados por la recesión fueron

absorbidos por Chile. Como consecuencia, aumentó el precio de los activos internos, causando un incremento de la demanda agregada y, posteriormente, un alza de los precios no transables. En paralelo, se desencadenaron presiones de apreciación sobre el peso, lo que a su vez significó mayores estímulos para influjos de carácter especulativo. En virtud de que las políticas restrictivas se mantuvieron inalteradas, esta mayor oferta de capitales provocó la formación de desajustes externos insostenibles. Ello se manifestó en el hecho de que entre 1996 y 1998 la demanda agregada sobrepasó los niveles de capacidad productiva, agudizando el DCC (Agosin, 2001; Le Fort & Lehmann, 2003; Massad, 2000).

En concreto, las entradas netas de capitales pasaron de promediar 6,3% del PIB en el quinquenio de la década a 7,9% en 1996-97. Sin embargo, tal influjo fue incapaz de ser absorbido por la economía local. En vista de ello, durante el mismo periodo el TCR se depreció en 18% y el DCC, en porcentaje del producto, aumentó de -2,3% a -4,8%, lo que reflejó una duplicación del déficit (ver Cuadro XI).

Cuadro XI

*Entrada neta de capitales y repercusiones en el DCC y la TCR, 1990-97*

	Entrada neta de capitales (1)		Cuenta corriente (2)		TCR (3)	
	% del PIB, precios corrientes	Variación %	% del PIB, precios corrientes	Variación %	(1986=100)	Variación %
1990-95	6,3	-	-2,3	-	99,45	-
1996-97	7,9	25%	-4,8	109%	81,41	-18%

Fuentes: Elaboración propia en base a Ffrench-Davis (2018); Banco Central de Chile (2001).

A pesar de este deterioro del balance externo, el Banco Central priorizó la reducción de la inflación. Para ello, no solo dejó que el TCR disminuyese más de lo adecuado, sino que indujo, mediante reformas al sistema cambiario, una mayor apreciación real del peso. De esta manera se produjo una sobrevaloración del peso que, en el mediano plazo, causó importantes pérdidas de reservas para dicha institución. La mencionada reforma cambiaria ocurrió en enero de 1997, y consistió en una modificación de la canasta monetaria a la cual estaba indexado el peso. En particular, el dólar aumentó su primacía frente al resto de las monedas



pasando a ponderar 80% del total. En la práctica esto conllevó la ampliación del margen cambiario en un 25%. De esta forma, las autoridades del Banco Central propiciaron una caída del dólar y una reducción del TCR. A raíz de ello, el peso permaneció apreciado buena parte de ese año (ver Gráfico II).

Gráfico II. *Evolución del peso tras reforma cambiaria, noviembre de 1996 a noviembre de 1997*



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile (2001)

En julio, a través del inicio de un progresivo deterioro de los términos de intercambio, se percibieron las primeras repercusiones de la Crisis Asiática en el país. A partir de este mes, el precio nominal del cobre se mantuvo tendencialmente a la baja hasta mediados de 1999, cuando comenzó una lenta fase de recuperación (Banco Central de Chile, 2001). En efecto, durante 1998 los términos de intercambio se agravaron en un 12% con respecto al año anterior (Massad, 2000). Posteriormente, y a medida que la crisis iba aumentando su alcance geográfico, los volúmenes de exportación nacional empezaron a verse afectados, lo cual era esperable, pues el 32% de las exportaciones chilenas tenían como destino Asia (Esquivel & Larraín, 1999). Junto con ello, la oferta internacional de capital se contrajo, afectando principalmente a las economías emergentes. De esta manera, en 1998 la inversión neta como porcentaje del PIB disminuyó en un 70% con respecto a la cifra alcanzada en 1996-97 (Ffrench-Davis, 2018).

Previo a la crisis, el país exhibía un desequilibrio externo causado por una excesiva demanda agregada, la cual se reflejaba en un TCR excesivamente depreciado. Por tanto,

cuando los *shocks* externos se manifestaron con fuerza, en 1998, el balance externo se agravó aún más. En consecuencia, surgieron expectativas de devaluación. No obstante, las autoridades del Banco Central se resistieron a esta posibilidad, aduciendo que en una economía con alto déficit y una productividad cercana a su potencial, esta medida tendría un impacto inflacionario (Ffrench-Davis, 2018). En virtud de esto, el organismo decidió elevar las tasas de interés con el doble objetivo de frenar las presiones devaluatorias y reducir la demanda interna.

A la postre, dicha política fue un fracaso. Ciertamente esta medida logró desalentar las importaciones mediante una disminución de la demanda interna. Sin embargo, esto se logró con el costo de deprimir la actividad de los sectores productivos. Por otro lado, las expectativas de devaluación eran tales que el encarecimiento de los préstamos internos no consiguió frenar la corrida cambiaria contra el peso. En concreto, muchos agentes internos decidieron endeudarse pese al aumento de las tasas. Una vez realizada esta operación, los prestatarios cambiaban el monto recibido a dólares esperando que en el futuro aumentase su valor. En suma, la apuesta del Banco Central no solo fue insuficiente a la hora de evitar el debilitamiento de la moneda nacional, sino que agravó la producción interna.

Mientras tanto, con el fin de reducir la especulación sobre el peso y, en consecuencia, mantener el dólar artificialmente bajo, el Banco experimentó masivas pérdidas de reservas a raíz de las constantes inyecciones de divisas al mercado. A ello también colaboró el menor ingreso de moneda extranjera percibido por el deteriorado comercio internacional y los disminuidos flujos financieros. Era evidente entonces que se hacía urgente la implementación de mecanismos que pusieran en marcha un proceso de ajuste efectivo.

Finalmente, estas políticas fueron aplicadas durante el último bienio de la década. Estas consistían en una reforma radical del régimen cambiario y la liberalización de la cuenta financiera. En primer lugar, a causa de la escasez de ingresos obtenidos por concepto de inversión extranjera durante la crisis, las autoridades decidieron realizar a lo largo de 1998 una “apertura paulatina de la cuenta de capitales” (Banco Central de Chile, 1999, p. 23). Para esto se flexibilizaron los requisitos exigidos para la emisión de bonos y ADRs, y lo que es más importante, se disminuyó la tasa del encaje a 0% en septiembre. Sin bien se declaró que esta medida era temporal, la tasa permaneció en cero hasta su eliminación definitiva en 2001. En segundo lugar, en septiembre de 1999 se dio paso a una libre flotación del tipo de cambio

mediante la eliminación de la banda cambiaria. Ello generó la resistida devaluación del peso. En el fondo, esta medida significó la aceptación por parte de las autoridades de que la devaluación era fundamental para la recuperación del balance exterior. Además, el tan temido impacto inflacionario no se manifestó en vista de la recesión que atravesaba la economía.

Con esto se ponía fin al sistema de regulación macroprudencial elaborado a comienzos de los noventa. Para entonces, los dos pilares de estabilización de la década, a saber, el encaje no remunerado y un activo control de la política cambiaria, habían sido derribados. Si bien debe precisarse que este último fundamento fue desplazado en 1996 con la pasividad del Banco Central; la eliminación *de facto* del encaje y la consiguiente apertura de la cuenta de capitales representó decisivamente el fin del “periodo contracíclico”.

## Hallazgos y conclusiones

La experiencia chilena indica que la variación de los flujos financieros guarda una estrecha relación con las fluctuaciones de valor del peso. Cuando la oferta de capitales se amplió a finales de los setenta, la moneda tendió a apreciarse, pues aumentó la cantidad de divisas en relación con la cantidad de pesos disponibles. Desde otra perspectiva, esto implicó un abaratamiento general de las monedas extranjeras, por lo que los bienes producidos en el exterior se volvieron más accesibles para la población. Así se generaron cambios en los precios relativos entre transables y no transables, lo que reflejó a su vez, en la baja tendencial del TCR. Esta caída fue interrumpida por una serie de devaluaciones entre 1978 y 1979, sin embargo, una vez implementada la fijación del tipo de cambio, el TCR volvió a desplomarse. La consecuencia final de esta cadena fue la formación de desequilibrios en la cuenta corriente, que, no obstante, fueron compensados en la balanza de pagos por los altos índices de inversión durante los años del boom petrolero.

En paralelo, los crecientes flujos y el consiguiente fortalecimiento del peso suscitaron aparentes signos de prosperidad en la economía. Muestra de ello es el hecho de que los salarios reales y los activos, tanto financieros como bienes raíces, se incrementaron a causa del abaratamiento de los productos importados y el aumento de la actividad económica. El problema, sin embargo, es que estos beneficios encubrieron el deterioro del sector productivo de transables. En vista de ello, cuando los capitales se contrajeron y emprendieron su retirada en 1982, no solo quedó al descubierto el desequilibrio externo, sino que también la dañada capacidad exportadora del país. A partir de entonces predominó un contexto de restricción externa que duró hasta 1987.

Con el objetivo de estabilizar la economía, las autoridades de la dictadura implementaron una activa política cambiaria, consistente en devaluar la moneda nacional para inducir una depreciación del TCR. A través de ello, se logró desalentar el consumo de bienes importados y se fomentó la producción de total de transables —tanto la destinada a sustituir las importaciones como la destinada al comercio exterior—. Como consecuencia, durante los primeros años se logró recuperar la competitividad perdida durante el tiempo en que estuvo vigente el tipo de cambio fijo. Sin embargo, a partir de 1985 la política cambiaria fue aún más allá y se fomentaron mayores devaluaciones. Ello buscó aumentar el volumen de ventas al extranjero para suplir el endeudamiento, originalmente privado, que había asumido el

Estado de Chile con los acreedores. Desde entonces, se produjo una expansión comercial con un alto crecimiento de las exportaciones no tradicionales.

Simultáneamente, se puso en marcha un proceso de disminución de la deuda externa, la cual se había ampliado como consecuencia de las devaluaciones. Si bien el grueso del déficit correspondía a obligaciones de privados con la banca comercial internacional, el Estado apostó por garantizar los pagos respectivos como medio de recuperar el acceso al mercado financiero y, en consecuencia, aminorar la escasez de divisas. De esta forma, se diseñaron una serie de políticas destinadas a subsidiar directa e indirectamente a los prestatarios. Junto con ello, el gobierno acudió a organismos multilaterales para obtener nuevos créditos que le permitiesen cubrir el desequilibrio externo. A cambio de esto, dichas instituciones le exigieron a Chile el cumplimiento de metas macroeconómicas mediante la implementación de reformas específicas. Por último, se impulsó la capitalización de la deuda a través de la adquisición sistemática de pagarés chilenos en el mercado internacional secundario.

Gracias a este conjunto de medidas, el país logró reducir su endeudamiento y recomponer el nivel de sus reservas. No obstante, sin la mejora de los términos de intercambio de 1987, la restricción externa no hubiese sido suprimida. Así, para finales de los ochenta se había completado un largo proceso de reajuste que duró la mayor parte de la década. En virtud de esto, la oferta de capitales comenzó a expandirse nuevamente. Sin embargo, estos flujos poseían un componente volátil mucho más elevado que el de los años setenta.

Frente a este panorama, las autoridades de inicios de la década de 1990 decidieron resguardar el modelo de desarrollo que se venía recuperando desde 1985. De tal modo, decidieron mantener un crecimiento sostenido en base a la expansión de las exportaciones. Para ello desalentaron la entrada de capitales especulativos, que generaban bruscas fluctuaciones sobre la moneda local y, en consecuencia, dañaban los flujos comerciales. Esto se consiguió aumentando el coste financiero de las inversiones de corto plazo. Las principales medidas fueron la aplicación de un encaje no remunerado y el establecimiento de impuestos al ingreso de capitales de corto plazo. Asimismo, la puesta en marcha de una política cambiaria activa cumplió un rol fundamental. En efecto, el Banco Central desmotivó el ingreso de estos flujos mediante pequeñas fluctuaciones discrecionales a la banda cambiaria y la indexación del peso a una canasta de divisas.

Como resultado de estas reformas, durante la primera mitad de la década el país consiguió resistir las inversiones de corto plazo y logró, en consecuencia, mantener una estabilidad en los niveles del peso y el TCR. Tal fue el caso, que Chile se mostró inmune a la Crisis Tequila, que afectó con fuerza a la región. No obstante, a raíz de este buen desempeño los inversionistas —incluidos los especuladores— se sintieron atraídos por el país. Ante esta nueva oleada de capitales, sin embargo, las autoridades del Banco Central se mostraron pasivas al no incrementar las restricciones financieras. En virtud de ello, durante 1996 y 1997 el país experimentó una sobreoferta de inlujos, lo que redundó en una agudización del déficit externo y una sobreapreciación de la moneda. A pesar de todo, la conservación de la política de encaje permitió amortiguar mayores efectos procíclicos, evitando un mayor desequilibrio.

Esta acumulación de desajustes se hizo sentir con fuerza en 1998, cuando la Crisis Asiática repercutió sobre los precios de las materias primas y los índices de inversión. En concreto, se produjo una contracción del comercio internacional a causa de la disminución de la demanda asiática. Por este motivo, los precios de las materias primas que Chile exportaba a este continente sufrieron una brusca caída, lo que se manifestó en un deterioro de los términos de intercambio. En virtud de ello, se produjo una seria contracción de la oferta de capitales, debido a lo cual se elevó el egreso de flujos. Como consecuencia, la cantidad de divisas disponibles disminuyó, y el peso, que se mantenía artificialmente alto, sufrió constantes corridas cambiarias. Finalmente, tras un breve periodo de reformas insuficientes, el Banco Central decidió dismantelar el sistema de encaje y decretar la libre flotación del tipo de cambio. Con esto se pretendió fortalecer el alicaído estado de la cuenta de capitales e inducir una profunda devaluación que permitiera soslayar la pérdida de reservas. Esto, sin embargo, implicó poner fin a una década dominada por política contracíclicas y de manejo cambiario prudencial.

En definitiva, a lo largo del periodo estudiado la política cambiaria ha experimentado importantes aprendizajes y se ha convertido en una importante herramienta para afrontar los peligros potenciales y reales de las oscilaciones de flujos financieros. A diferencia de la política cambiaria de la primera mitad de la década de 1980, que dejó al país expuesto al corte abrupto de la inversión extranjera y que luego de la Crisis de la Deuda utilizó la apreciación del tipo de cambio para incentivar las exportaciones, la política cambiaria

prudencial establecida a comienzos de la década de 1990, a través de la aplicación de “ruido cambiario”, depreció el peso y ahuyentó capitales especulativos.

En ese aprendizaje, se cometieron graves errores, como cuando las autoridades orientaron la cotización del peso como una herramienta antiinflacionaria a finales de la década de 1970, algo que volvió a ocurrir, aunque en mucho menor grado a fines de la década de 1990. Esta lógica estaba amparada en la idea de que una moneda fortalecida abarataría las importaciones de bienes finales e intermedios. De esta forma, la introducción de productos más baratos al mercado ejercería una presión a la baja de los precios en general. Ello efectivamente funcionó, pues tras la aplicación del tipo de cambio fijo en 1979 la tasa de inflación mensual decreció. Lo mismo ocurrió durante en el bienio de 1996-97, cuando el peso se encontraba sobrepreciado. Sin embargo, este éxito tuvo como contrapartida un progresivo deterioro del balance exterior, el cual se manifestó, en ambos periodos, en una agudización del DCC.

El examen de las políticas cambiarias chilenas y su relación con la oferta de capitales permite concluir lo siguiente. En primer lugar, que la orientación del tipo de cambio como mecanismo para combatir la inflación ha demostrado ser un error. La apreciación de peso como medio para abaratar las importaciones y, en consecuencia, inducir una baja en los precios del mercado ha estado aparejada a graves desequilibrios externos. En efecto, esta perspectiva de la política cambiaria ha evidenciado descuidar el balance comercial, y en última instancia, ha promovido la enfermedad holandesa a través de serias apreciaciones reales.

En segundo lugar, la combinación de devaluaciones dirigidas y la disminución de la demanda agregada luego de la Crisis de la Deuda y, de manera general, a lo largo de la década de 1980, si bien significó una indeseable caída de los salarios reales, fue una medida que resultó exitosa en cuanto a la eliminación de la restricción externa. Debemos enfatizar, sin embargo, que los efectos adversos de estas medidas pudieron ser evitados si desde un comienzo las autoridades económicas de la Dictadura hubieran adoptado un enfoque cambiario menos defectuoso. Estos aprendizajes contrastan con procesos como el argentino, en donde la implementación conjunta de devaluaciones y constantes estímulos a la demanda agregada hasta hoy sigue produciendo escasez de divisas.

En tercer y último lugar, la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales demostró ser un factor de inestabilidad al dejar vulnerable al país ante una brusca contracción

internacional de la cuenta de capital. Por el contrario, las regulaciones macroprudenciales posibilitaron que el país mantuviera un crecimiento sostenido y que se evitara la Crisis Tequila. En suma, medidas como tasas relativamente altas de encaje no remunerado y una activa política cambiaria probaron ser efectivas para evitar o reducir los efectos de eventuales *shocks* financieros de origen externo.



## Referencias Bibliográficas

### a) Fuentes primarias y estadísticas

- Banco Central de Chile. (1999). Memoria anual 1998. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. (2001). Indicadores Económicos y Sociales de Chile 1960-2000. Departamento Publicaciones de la Gerencia de Investigación Económica.
- DIPRES. (1978). *Somos realmente independientes gracias al esfuerzo de todos los chilenos*. Ministerio de Hacienda.
- Díaz, J., Lüders, R., & Wagner, G. (2016). *Chile 1810-2010: La República en cifras*. Ediciones Universidad Católica de Chile.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020). *Federal Reserve Economic Data (FRED)*. <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
- Le Fort, G. (1986). Trimestralización de series de balanza de pagos. Métodos de series relacionadas con información completa. *Estudios de Economía*, 13, 167–189.
- Le Fort, G., & Gillet, R. (1986). Índice de precios de bienes no transables: Chile 1974 - 1984. *Estudios de Economía*, 13(1), 73–93.

### b) Bibliografía especializada

- Agosin, M. (2001). Reformas comerciales, exportaciones y crecimiento. In *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973* (pp. 99–132). LOM Ediciones.
- Arellano, J. P. (1985). De la liberalización a la intervención: El mercado de capitales en Chile 1974-1983. *El Trimestre Económico*, 52(207), 721–772.
- Carrasco, C. (2009). *Banco Central de Chile 1964-1989. Una historia institucional*. Banco Central de Chile.
- Culpeper, R. (1995). La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos. In *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas* (pp. 13–66). Fondo de Cultura Económica.
- Edwards, S. (1984). Estabilización con liberalización: diez años del experimento chileno con políticas de mercado libre 1973-1983. *Estudios Públicos*, 14(otoño 1984).
- Esquivel, G., & Larraín, F. (1999). América Latina frente a la crisis asiática. *Estudios*

- Públicos*, 73. <https://www.cepchile.cl/america-latina-frente-a-la-crisis-asiatica/cep/2016-03-03/184145.html%0Ahttp://search.proquest.com/docview/1877201826/>
- Ffrench-Davis, R. (2003). *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: Tres décadas de políticas económicas en Chile* (Tercera ed). LOM Ediciones.
- Ffrench-Davis, R. (Ed.). (2005). *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*. CEPAL.
- Ffrench-Davis, R. (2018). *Reformas Económicas en Chile, 1973-2017: neoliberalismo, crecimiento con equidad e inclusión*. Taurus.
- Fontaine, J. A. (1988). Los mecanismos de conversión de deuda en Chile. *Estudios Públicos*, 30, 137–157.
- Forni, P., & Grande, P. De. (2020). Triangulación y métodos mixtos en las ciencias sociales contemporáneas. *Revista Mexicana de Sociología*, 1, 159–189.
- Gárate Chateau, M. (2012). *La revolución capitalista de Chile*. Ediciones Universidad Alberto Hurtado.
- González Aliaga, U. (2017). *Defenestrando ortodoxias: el sistema financiero chileno en las crisis de 1929 y 1982*. Universidad de Chile.
- Held, G., & Jiménez, L. F. (1999). *Liberalización financiera, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999* (No. 90; Serie Financiamiento Del Desarrollo).
- Held, G., & Szalachman, R. (1989). *Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)* (No. 1; Serie Financiamiento Del Desarrollo).
- Jadresic, E. (1986). Evolución del empleo y desempleo en Chile 1970-85: series anuales y trimestrales. *Colección Estudios CIEPLAN*, 20, 147–193.
- Le Fort, G., & Lehmann, S. (2003). El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990. *Revista de La CEPAL*, 81, 33–64.  
<https://doi.org/10.18356/20ed4214-es>
- Mankiw, N. G. (2014). *Macroeconomía*. Antoni Bosch editor.
- Marichal Salinas, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008*. Debate.
- Massad, C. (2000). Capital flows in Chile changes and policies in the 1990s. In J. A. Ocampo, S. Zamagni, R. Ffrench-Davis, & C. Pietrobelli (Eds.), *Finacial*

- globalization and the emerging economies* (pp. 219–231). CEPAL.
- Meller, P. (1998). *Un siglo de economía política chilena (1890-1990)* (2da ed.). Andrés Bello.
- Moguillansky, G., & Titelman, D. (1993). Estimación econométrica de funciones de exportación en Chile. *Estudios de Economía*, 20(1), 153–190.
- Reinstein, A., & Rosende, F. (2000). Reforma Financiera en Chile. In R. Larraín, Felipe; Vergara (Ed.), *La Transformación Económica de Chile* (pp. 342–391). Centro de Estudios Públicos.
- Sjaastad, L., & Cortés, H. (1978). El enfoque monetario de la balanza de pagos y las tasas de interés real en Chile. *Estudios de Economía*, 5(1).
- Zahler, R. (1998). El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa. *Revista de La CEPAL*, 64, 47–72.