

**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESCUELA DE ECONOMÍA

# **CHILE 1973-2001: AUGES Y CRISIS EN NUESTRA HISTORIA RECIENTE**

Seminario de prueba para optar al título de Ingeniero Comercial (Mención en Economía)

**Rodrigo Dourojeanni Schlotfeldt - Juan José Price Elton**

Profesor Guía: Sr. Ricardo Ffrench-Davis Muñoz

**SANTIAGO , 2002**



I INTRODUCCIÓN AL TRABAJO .	1
II LA CRISIS DE LA DEUDA EXTERNA . .	5
1. INTRODUCCIÓN .	5
2. LA IMPORTANCIA DE MANTENER LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS ( <i>Las crisis suelen incubarse en tiempos de auge</i> ) .	6
2.1. Principales reformas del período 1974-1981. . .	7
2.2. Desequilibrios acumulados y estallido de la crisis . .	18
2.3. Crisis y Ajuste Macroeconómico. . .	21
III LA CRISIS ASIÁTICA .	25
1. INTRODUCCIÓN .	25
2. LA IMPORTANCIA DE MANTENER LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS ( <i>Las crisis suelen incubarse en tiempos de auge</i> ) .	26
2.1. El comienzo de la década: Gobierno de Patricio Aylwin. . .	26
2.2. La luna de miel del gobierno de Eduardo Frei Ruiz-Tagle. . .	31
2.3. Desequilibrios acumulados y estallido de la crisis (1996-1998). . .	35
2.4. Crisis y ajuste macroeconómico. . .	39
IV COSTOS SOCIALES DE LA CRISIS (Los ciclos recesivos tienden a ser regresivos) .	45
1. Efectos sobre el empleo. .	45
2. Efectos sobre los salarios reales .	49
3. Efectos sobre la Distribución del Ingreso. . .	51
3.1 Efectos de la mayor desocupación sobre la distribución del ingreso. . .	52
3.2 Salarios relativos . .	54
CONCLUSIONES . .	59
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS .	63
FUENTES ESTADÍSTICAS CONSULTADAS .	66



# I INTRODUCCIÓN AL TRABAJO

Los distintos gobiernos y actores sociales han enfrentado la tarea de diseñar mecanismos que minimicen los efectos negativos asociados a la inestabilidad macroeconómica. Las recetas propuestas han sido de la más variada naturaleza; la economía chilena ha sido un verdadero laboratorio de ensayo, se han probado numerosas propuestas de política económica y las distintas escuelas de pensamiento han hecho gala de sus ideas.

No existe una fórmula única para enfrentar las crisis ni para minimizar sus efectos, y esto es algo que las corrientes más ortodoxas ignoran. Así, las propuestas de política deben considerar la naturaleza de cada crisis y las características particulares de cada economía. Las crisis actuales son muy distintas a las de la década del treinta o a las que debió enfrentar nuestro país en los años setenta y ochenta, y son distintas porque la institucionalidad económica ha cambiado; hoy los capitales se mueven libremente entre economías, los regímenes cambiarios no son los de hace 50 años y la política comercial ha privilegiado en la mayoría de los países la liberalización de los mercados. Las crisis de las últimas décadas, en las economías emergentes en general, han sido provocadas por salidas masivas de capitales y la consecuente presión sobre los mercados cambiarios, fenómeno al que está especialmente expuesta una economía que ha optado por la liberalización financiera. Y este es un punto importante – y una primera lección –, pues lo que dice es que al tomar una decisión económica debemos evaluar no sólo sus bondades en la situación actual, sino la capacidad para responder en escenarios adversos. Además, no sólo importan las medidas que se adoptan para enfrentar las crisis, sino también aquellas que se implementan en tiempos de auge, puesto que la evidencia sugiere que es en tiempos de auge cuando suelen incubarse las crisis y que, por lo tanto,

cuidar los equilibrios macroeconómicos y sociales es una condición sine qua non para evitar o enfrentar mejor las crisis y para lograr un crecimiento sostenido, con menos pobreza y con mayor equidad.

Creemos necesario señalar qué entenderemos por equilibrios macroeconómicos. Comúnmente se sostiene que el control del déficit fiscal y de la tasa de inflación bastarían para asegurar que los equilibrios macroeconómicos se han logrado. Sin embargo, esta interpretación resulta demasiado simplista, al ignorar la importancia que tiene mantener déficits en cuenta corriente sostenibles y otros precios macroeconómicos claves, como son el tipo de cambio y la tasa de interés real, en línea con sus niveles de equilibrio de largo plazo. Por último, un equilibrio fundamental, al que no se le ha prestado la suficiente atención, es aquel que debe existir entre demanda agregada y capacidad productiva, ya que, como veremos, el aumento de la brecha entre producto potencial y efectivo tiene como contrapartida un menor nivel de inversión y, por lo tanto, disminuye las posibilidades de crecimiento y generación de empleo en el futuro.

En este trabajo investigaremos cuáles han sido los efectos que han tenido sobre los indicadores económicos y sociales dos de las crisis macroeconómicas que ha debido enfrentar nuestro país; la crisis de la deuda de los años ochenta y la asiática de 1997. Para ello, se examina la situación en que se encontraba la economía al momento de desencadenarse cada una de las crisis y los procesos de ajuste implementados por las autoridades de turno.

Tanto la crisis de la deuda de los ochenta como la asiática de 1997 tienen elementos comunes interesantes. En efecto, ambas han sido eminentemente financieras y, a diferencia de episodios críticos anteriores, han tenido lugar en un contexto de superávit en las cuentas fiscales. Ambas han tenido un efecto negativo sobre distintos indicadores sociales; mayor desempleo, aumento de los niveles de pobreza (o disminución del ritmo en que la pobreza se reduce), y mayor concentración del ingreso. Si bien es cierto que prevalecen diferencias significativas entre ambos sucesos, principalmente porque tanto el contexto político como el económico han cambiado - más el primero que el segundo, por cierto -, existen suficientes elementos comunes, lo cual asegura un grado de comparabilidad suficiente como para extraer lecciones de política para el manejo macroeconómico actual.

Dos son nuestras hipótesis centrales:

**El manejo económico durante las épocas de auge es de suma importancia, puesto que la evidencia sugiere que es en las épocas de bonanza cuando se incuban las crisis.** Esto implica, por un lado, que durante las fases expansivas no deben descuidarse los equilibrios macroeconómicos, y por otro, que las alternativas de política que se barajan durante los períodos de auge deben evaluarse en distintos escenarios posibles. Un ejemplo de esto último lo constituye la liberalización de la cuenta de capitales en nuestro país, la cual tuvo lugar durante los años de mayor crecimiento económico, en momentos en que el optimismo generalizado convenció a las autoridades de las ventajas que tendría la libre movilidad de capitales. Sin embargo, una decisión como ésta debió evaluarse en distintos escenarios posibles, es decir, debiera haberse pensado si la economía, al abrir la cuenta de capitales, contaría con un arma de más o de

menos para enfrentar crisis externas. Hoy estamos pagando las consecuencias.

**Los indicadores sociales no son neutros al ciclo económico.** La evidencia para Chile y para otras economías latinoamericanas es clara en cuanto a que los ciclos recesivos aumentan los niveles de pobreza y desigualdad social. Las pérdidas de capital físico y humano suelen ser además tan considerables, que no sólo empeoran los niveles que presentan los citados indicadores, sino que disminuyen las posibilidades de avanzar en su mejora. Por ejemplo, un ciclo recesivo podría no sólo afectar la tasa de pobreza sino además la posibilidad de escapar a ella. Los beneficiados de los ciclos expansivos posteriores pueden, y suelen, no coincidir con los más afectados por las crisis.

Del punto anterior se desprende una idea de suma relevancia, a la que tampoco se le ha dado mucha importancia en la literatura. Si durante las crisis la economía experimenta pérdidas de capital humano y físico – y por pérdidas entendemos algo que no se recupera ni siquiera en los períodos de auge – se vería afectado no sólo el producto efectivo sino también el potencial.

Nos interesa entonces examinar la importancia que tiene el cuidado de los equilibrios macroeconómicos durante los períodos de auge y comprobar si los ciclos recesivos son regresivos. De ser así, existirían razones de peso para fomentar políticas que logren suavizar los ciclos económicos, intentando disminuir los efectos que éstos tienen sobre los indicadores sociales. Aquí, sin duda, está comprometido un tema de carácter ético, cual es la preocupación que recurrentemente manifiestan los grupos dirigentes y la sociedad en su conjunto por el bienestar de los grupos menos favorecidos. Sin embargo, aún sin considerar el tema desde esta perspectiva, existe evidencia que respalda una política macroeconómica que cuide los equilibrios sociales; esto es, independientemente de la postura ética que cada cual tenga frente al tema de la equidad social (aspecto normativo), es indudable que no se puede lograr un crecimiento económico “sostenido” descuidando los equilibrios sociales (aspecto positivo). En efecto, varias son las investigaciones que establecen una relación causal positiva entre equidad distributiva y desempeño económico de largo plazo. En vista de lo anterior, cabe preguntarse entonces qué políticas se nos presentan como más idóneas para enfrentar las crisis y minimizar sus efectos.

El trabajo consta de cuatro partes. En la primera se examinan las causas y efectos económicos de la crisis de la deuda en nuestro país. Para ello analizamos los principales indicadores macroeconómicos y las políticas macroeconómicas implementadas durante los años anteriores a la crisis, el impacto directo de la crisis y las políticas de ajuste que se adoptaron. En la segunda parte se realiza un análisis similar al descrito pero centrado en la crisis asiática y, por lo tanto, en la situación actual. En la tercera parte, se analizan las situaciones post crisis, centrando nuestra atención en la evolución de los indicadores sociales y económicos. La cuarta sección presenta las conclusiones principales.



## II LA CRISIS DE LA DEUDA EXTERNA

### 1. INTRODUCCIÓN

La crisis de la deuda se desató en América Latina en Agosto de 1982 con la moratoria mexicana, tras lo cual el flujo de créditos a distintas economías emergentes, entre ellas la chilena, sufrió un virtual corte. Sin embargo, ésta no es más que la causa inmediata de la crisis. Lo que importa es saber en qué condiciones se encontraba la economía al momento en que ésta se desencadenó.

Existe consenso en que la economía presentaba, al momento de estallar la crisis, desequilibrios evidentes. Hay sin embargo algunos aspectos en torno a los cuales se mantienen, hasta hoy, posturas divergentes; uno de ellos se refiere a la responsabilidad que le cupo a la política económica en la gestación y perpetuación de tales desequilibrios. En este trabajo queremos contribuir a tal debate. Nuestra principal conclusión es que, efectivamente, en el período 1977-81 se acumularon desequilibrios que eran a todas luces insostenibles, y que la implementación de determinadas políticas - y la no implementación de otras - redundó en un agravamiento del problema.

## 2. LA IMPORTANCIA DE MANTENER LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS *(Las crisis suelen incubarse en tiempos de auge)*

Para referirnos a la crisis de la deuda, debemos primero analizar las distintas fases que caracterizaron a la política económica aplicada en nuestro país desde Septiembre de 1973, fecha de la asunción al poder de la Junta Militar y del fin del gobierno de la Unidad Popular, hasta que estalló la crisis a principios de la década de los ochenta.

Una primera fase se extiende desde Septiembre de 1973 hasta Junio de 1976, y se caracteriza por la aplicación de políticas de estabilización que, tanto por errores de diagnóstico (incomprensión de la naturaleza del fenómeno inflacionario) como de implementación de las medidas, resultaron ser recesivas. En efecto, se consideró desde el primer momento que la inflación era un fenómeno esencialmente monetario - mucho dinero persiguiendo una oferta escasa de bienes (Ramos 1989) - y la estrategia puso entonces especial énfasis en la contracción monetaria y en el control de los salarios nominales. No nos referiremos a esta fase con mayor detalle pues, si bien se cometieron errores en el manejo macro, creemos que los mayores desequilibrios se gestaron durante la fase siguiente, a la cual nos referimos a continuación.

En el año 1976, y habiendo enfrentado una crisis devastadora el año anterior <sup>1</sup>, las autoridades económicas deciden cambiar su estrategia, teniendo siempre como objetivo prioritario la estabilidad de precios. Si bien se mantuvo un enfoque esencialmente monetarista, ya no se daría tanto énfasis a las políticas monetaria y salarial restrictivas como instrumentos estabilizadores, intentándose en cambio controlar las expectativas y presionar los precios internos a la baja por medio de la competencia externa <sup>2</sup>. Comienza entonces lo que podríamos llamar la segunda fase de la estrategia económica neoliberal, que se inició en Junio de 1976 con el anuncio del "Programa de Recuperación Económica" y se extendió hasta mediados de 1981.

El tipo de cambio fue el instrumento elegido para influir en las expectativas inflacionarias de los agentes. Además, se continuó con la reducción arancelaria, a fin de imponer un límite al alza de los precios internos. De esta manera, la estrategia enfatizó la contención de costos antes que la contracción de la demanda. Entre el primer y segundo semestre de 1976 la inflación bajó dramáticamente de un 90% a un 40%, habiéndose revaluado el tipo de cambio en dos oportunidades, y se comenzaron a evidenciar algunos

---

<sup>1</sup> En 1975 el PIB cayó un 13%, en tanto que la producción industrial fue durante ese año 40% inferior a la de 1973 y 20% inferior a la de 1969. El desempleo registró niveles, sólo menores a los observados tras la Gran Depresión de 1929, de 13% durante el primer trimestre de 1975, de 16% en Junio y de 19% a principios de 1976.

<sup>2</sup> Era evidente que la inflación no podía estar asociada a un exceso de demanda mientras la economía se encontraba sumida en una recesión de esas proporciones.

signos de recuperación. Puesto que los reajustes del salario nominal se hacían en base a la inflación pasada, los salarios reales aumentaron y ¡oh sorpresa para aquellos que creían que el desempleo observado hasta ese año era una cuestión relacionada con el costo de la mano de obra!; el nivel de desocupación se redujo, lo cual sugería que el desempleo era de naturaleza keynesiana<sup>3</sup>. También se comenzó a evidenciar un incremento de la tasa de aumento del PIB, mientras que el déficit fiscal tendía a desaparecer por completo.

Sin embargo, en 1979 la inflación volvió a acelerarse. Para hacer frente a este problema, el equipo económico siguió las recomendaciones del enfoque monetario de economía abierta, fijando el tipo de cambio en 39 pesos por dólar<sup>4</sup>. Este cambio es un ejemplo más de la falta de pragmatismo para implementar reformas durante la segunda mitad de la década de los setenta. En efecto, la fijación del tipo de cambio se decretó cuando el proceso de reducción arancelaria estaba bastante consolidado.<sup>5</sup> Además se había avanzado en materia de liberalización del sistema financiero interno y apertura a los flujos de capital. Frente a este panorama cabe formular las siguientes preguntas: ¿fue compatible la fijación cambiaria con la apertura de la cuenta de capitales y la liberalización financiera?, ¿cuál fue el desempeño del sector productivo durante el período y en qué medida estuvo influido por los cambios implementados? Para contestar a estos interrogantes haremos una breve revisión de la liberalización financiera y de la apertura financiera externa y veremos en qué medida el tipo de cambio tiene cabida en tal análisis. La referencia a estos aspectos es de suma importancia, puesto que es precisamente en estas áreas donde se gestaron los principales desequilibrios.

### 2.1. Principales reformas del período 1974-1981.

---

Desde el primer momento, las autoridades económicas del régimen militar propiciaron la liberalización de los mercados junto con la disminución del sector público, lo cual era consonante con los principios neoliberales. Entre las principales reformas destacan la apertura comercial, la liberalización del mercado financiero interno y la apertura a los flujos de capital externos. Estas tres reformas constituyeron el eje central de la estrategia de desarrollo. En este trabajo nos referiremos a las dos últimas, en tanto que de la apertura al comercio sólo destacaremos sus elementos centrales<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Hablamos de desempleo Keynesiano cuando es la baja demanda efectiva la causa fundamental del aumento de la desocupación. La causa principal del desempleo clásico, en cambio, es el aumento del costo de contratación. En presencia de desempleo keynesiano, la solución pasa por una reactivación de la demanda, lo cual requiere que aumenten los salarios reales.

<sup>4</sup> Según este enfoque, en una economía pequeña y abierta, con tipo de cambio fijo y política monetaria neutra, rige la ley del precio único; al fijar el tipo de cambio, la autoridad buscaba anclar la inflación doméstica a la externa.

<sup>5</sup> Los aranceles, tras sucesivos ajustes semestrales, habían bajado hasta alcanzar un nivel de 10%, una tasa entonces inusualmente baja en comparación a otras economías en desarrollo. (Ffrench-Davis 2001)

<sup>6</sup> Respecto al proceso de liberalización de importaciones y al tema de apertura comercial en general, en este trabajo sólo se destacan sus aspectos generales. Un análisis más acabado de este tema puede encontrarse en Ffrench-Davis (2001).

En cuanto a la represión financiera, las autoridades argumentaban que esta era una de las causas más importantes del pobre desempeño económico y que la liberalización, primero del mercado financiero interno y luego de la cuenta de capitales, constituía una tarea prioritaria, que debía materializarse en el más breve plazo.

En principio, existe un objetivo común a ambas reformas (liberalización del mercado interno de capitales y apertura de la cuenta de capitales), cual es el aumentar las posibilidades de inversión por la vía de un menor costo del crédito (consecuencia de la mayor oferta de fondos prestables). Siguiendo a Ffrench-Davis (2001) podemos representar en un gráfico las siguientes situaciones: represión financiera, liberalización del mercado financiero interno, y apertura al crédito externo. En el Gráfico 1 se pueden apreciar las ventajas que la teoría supone tendría la implementación de ambas reformas.

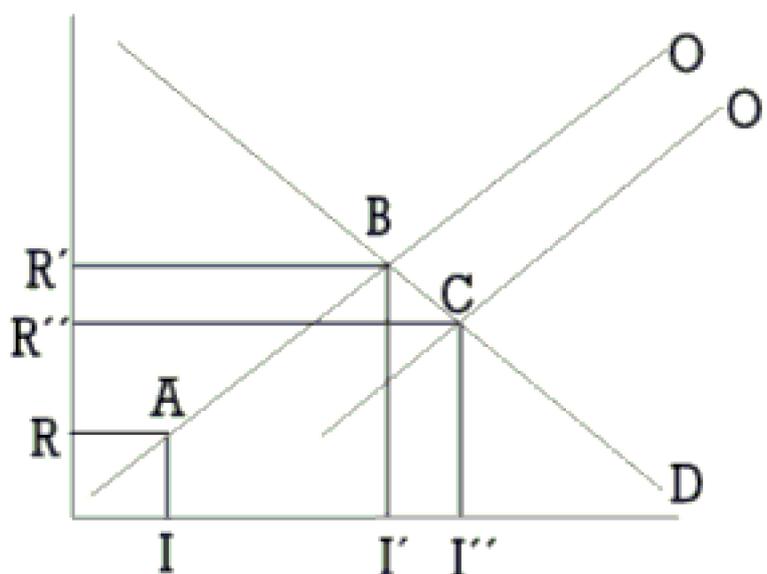


Gráfico 1. Represión financiera, liberalización del mercado financiero interno y apertura de la cuenta de capitales.

El punto A representa el equilibrio con represión financiera. En ese punto, la tasa de interés  $R$  (fijada por el gobierno) da lugar a una inversión  $I$ . El punto B representa el equilibrio una vez liberalizada la tasa de interés interna. La intersección de las curvas de oferta y demanda por crédito determinan conjuntamente una tasa de interés  $R'$ , mayor por cierto que la tasa vigente en la situación anterior, y un nivel de inversión  $I'$ . El punto C representa el equilibrio una vez que la economía se abre al libre movimiento de capitales. La mayor oferta de fondos disponibles para la inversión (desplazamiento  $O-O'$ ) presionaría la tasa de interés interna a la baja hasta igualarla con la externa. El volumen de inversión resultante sería  $I''$  (mayor a aquel que resultaba en las dos situaciones anteriores).

En resumen, la teoría pronosticaba un aumento de la inversión y del ahorro (primero a causa de la liberalización del mercado interno y luego como consecuencia de la apertura a la cuenta de capitales). Como se mostrará en las siguientes dos secciones, los resultados fueron justamente los opuestos.

La enorme distancia entre lo que se esperaba de las reformas y los resultados obtenidos no deja de sorprender. En efecto, han sido muchos los investigadores que han intentado dar una explicación satisfactoria al magro desempeño que el sector financiero tuvo tras su liberalización. En este trabajo planteamos que no es el marco teórico que aboga por la liberalización financiera el que debe ser cuestionado. Creemos que efectivamente la intermediación financiera “puede” contribuir al desarrollo económico al canalizar el ahorro a sus usos más eficientes aumentando así los niveles de inversión, sin embargo, y esta es la gran diferencia entre lo que aquí proponemos y lo que la autoridad de entonces creía, esto será así sólo si se cumplen los supuestos en los que se basan tales postulados teóricos. Vale decir, si el diseño de las políticas ignora las imperfecciones que presentan los mercados, los resultados sin duda diferirán de aquellos anticipados por una teoría que supone que existe información completa y que los mercados funcionan en equilibrio. Si no, cómo explicar que tanto el ahorro como la inversión cayeran, abundaran las quiebras, las empresas no pudieran afrontar el pago de sus deudas y los proyectos de inversión no se materializaran, principalmente por el nivel prácticamente prohibitivo de las tasas de interés y la brecha entre producto efectivo y capacidad productiva. ¿Por qué la tasa de interés fue tan alta? ¿Por qué este fracaso? Esperamos que el siguiente análisis responda satisfactoriamente a estos interrogantes.

### **2.1.1. Liberalización del Mercado Financiero Interno.**

Chile no fue el único país que optó por la liberalización financiera. Podríamos hablar más bien de una moda, ampliamente extendida en los países de la región. En nuestro país, sin embargo, el proceso tuvo características únicas en lo que respecta a la ortodoxia con que se llevó a cabo, constituyendo un caso “bastante puro” de liberalización (Arellano 1983).

En Mayo de 1974, mediante decreto ley, se autorizó al sector financiero a pactar libremente los tipos de interés, nominales y reajustables, para los préstamos y depósitos a corto plazo. Se crean así las financieras, instituciones privadas que realizaban operaciones de corto plazo y que funcionaron libres de toda regulación (ni siquiera se les exigió mantener reservas monetarias en el Banco Central) hasta Marzo del año siguiente.

En Abril de 1975 se autorizó al Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP), entidad pública a la que el gobierno de la Unidad Popular transfirió la propiedad de los bancos expropiados, a pactar libremente la tasa de interés, y posteriormente se traspasó, a un reducido número de grupos económicos y en condiciones de pago especialmente favorables, el 86% de las acciones bancarias que estaban, desde Septiembre de 1973, en poder de la CORFO.

En los años siguientes continuó el proceso, entregando mayores libertades para operar y uniformando los criterios que regían el funcionamiento del sector. Además, y con el objeto de eliminar las distorsiones existentes y aumentar así la eficiencia en la asignación de recursos, se concluyó con la eliminación de los subsidios (y castigos)

implícitos tanto al mecanismo de distribución del crédito como a la fijación de tasas de interés.

A fines de 1976 y principios del año siguiente comienzan los primeros problemas. Algunas instituciones financieras, en su mayoría del mercado informal, comenzaron a sentir el peso de las altas tasas de interés y de la poca diversificación de la cartera de deudores. En el mercado formal también hubo instituciones que presentaron problemas de solvencia y que en algunos casos debieron ser intervenidas<sup>7</sup>. Las autoridades llamaron a la calma y a la “prudencia” en los análisis de la situación, la cual argumentaban no era en ningún caso reflejo de la existencia de un problema mayor en el sistema y que, por lo tanto, no ameritaba establecer mayores regulaciones, las cuales, según la lógica del modelo, no harían más que dificultar el proceso de ahorro y de inversión. Salvo la prohibición del funcionamiento del mercado informal, y del establecimiento de nuevas normas sobre capital mínimo exigido, el camino trazado desde un principio para el sector no sufriría modificaciones mayores.

Sin duda que a esas alturas el proceso no producía los resultados esperados. No pretendemos realizar un análisis acabado de este tema, bastando con señalar cuáles fueron los principales síntomas de tal fracaso.

Hasta 1977, el principal efecto de la liberalización consistió en un cambio de composición de los activos financieros, perdiendo importancia las captaciones a más de noventa días en favor de plazos más cortos<sup>8</sup>. A partir de ese año, en cambio, se comenzó a observar una fuerte expansión del volumen de recursos captados por el sistema. Lo que sorprende no es tanto el nivel que alcanzan los activos financieros como porcentaje del producto – 39% en 1981 y 48% en 1982 (cuadro 1) -, sino la velocidad con que tal crecimiento tiene lugar. Pasar de un 18 a un 48 por ciento del producto interno en apenas seis años es sin duda algo poco usual y que “exige una explicación”. A continuación nos referiremos a la procedencia de estos fondos.

### Cuadro 1. Activos Financieros 1974-1982.

---

<sup>7</sup> Durante este período fue intervenido el Banco Osorno, propiedad del Grupo Fluxá.

<sup>8</sup> Véase Arellano (1983), Cuadro 2.

	Total Activos Financieros A/		
	1	2	3
	Saldo a fines de año (Miles de Millones de pesos de cada año)	Saldo a fines de año (Miles de Millones de pesos de 1977) B/	% del PIB C/
1974	2,993	58,2	20,0
1975	11,36	49,8	19,7
1976	33,75	49,7	19,0
1977	75,8	60,6	21,0
1978	123,1	71,7	23,0
1979	237,8	99,7	29,6
1980	395,7	126,4	34,9
1981	510,8	149,0	39,0
1982	578,4	158,8	48,1

Fuente: Cuadro tomado de Arellano(1983) A/Banco Central (Boletín Mensual varios meses) Excluye Acciones de Sociedades Anónimas y el Dinero giral del sector público. B/ Usando el IPC corregido C/ Se usan cifras en pesos de 1977, a fin de reducir las distorsiones introducidas por la inflación

Quienes propiciaban la liberalización, argumentaban que el aumento de fondos intermediados por el sistema estaría asociado tanto a un aumento del ahorro nacional como a un desplazamiento de inversiones desde activos no productivos hacia otros que sí lo eran. Sin embargo, el ahorro nacional no aumentó tras la liberalización, exhibiendo un nivel promedio deficiente (ver cuadro 2)<sup>9</sup>. Por otra parte, tal como documentan otros estudios, no parece haber tenido lugar una reorientación de inversiones (ver Arellano 1983).

**Cuadro 2. Ahorro Nacional Bruto, Interno Bruto, Externo, Público y Privado. (1974-1991) (% del PIB corriente)**

<sup>9</sup> Tras la liberalización financiera, el ahorro mostró niveles inferiores a los registrados en décadas previas (Bennett, Schmidt-Hebbel y Soto 2000).

	<b>AIB</b>	<b>ANB</b>	<b>AE</b>	<b>AG</b>	<b>AP</b>
1974	21,2	20,0	0,4	10,2	10,5
1975	13,1	7,9	5,2	5,2	2,7
1976	12,8	14,5	-1,7	9,0	5,5
1977	14,4	10,7	3,7	8,6	2,1
1978	17,8	12,6	5,2	6,6	6,0
1979	17,8	12,4	5,4	8,0	4,4
1980	21,0	13,9	7,1	11,8	2,1
1981	22,0	7,6	14,4	9,1	-1,4
1982	11,0	1,6	9,4	2,5	-0,9
1983	11,1	5,5	5,6	1,1	4,4
1984	17,7	6,9	10,8	-0,8	7,7
1985	17,2	7,8	9,4	1,0	6,8
1986	18,9	11,5	7,3	-1,2	12,7
1987	22,2	17,3	5	3,9	13,4
1988	22,8	22,3	0,5	3,7	18,6
1989	24,6	22,7	1,8	5,7	17,0
1990	25,0	23,2	1,9	4,8	18,3
1991	22,7	22,4	0,3	5,5	16,9

Fuente: Bennett, Schmidt-Hebbel y Soto (2000).

En vista que las hipótesis del aumento del ahorro nacional y de la reasignación de inversiones no permiten explicar el crecimiento de los activos financieros, se proponen a continuación algunas explicaciones alternativas, y esperamos que más eficaces en su propósito.

*Aumento de los pasivos externos:* Dado que el crédito externo no se destinó a aumentar el ahorro nacional, sino que más bien lo desplazó (Uthoff y Titelman 1997), lo que se observó fue un aumento en el total de activos que mantenían las empresas y las personas naturales en moneda doméstica y el sistema financiero en moneda extranjera.

*Destino del Ahorro Público:* Desde 1975 la inversión pública comenzó a disminuir y el ahorro del gobierno pasó a engrosar las arcas del sistema financiero. Posteriormente, con la reforma previsional de principios de los ochenta, los fondos previsionales se acumularon en las AFPs, y ya en 1982 representan un 7.7% del total de activos financieros. Este cambio en el destino del ahorro del gobierno dio lugar a una menor inversión pública y a un aumento del consumo privado y de la compra de activos existentes; “hay un encogimiento de la economía real y una expansión de la economía de papel”. (Arellano 1983)

Desde 1976 se observa una fuerte expansión de las colocaciones. El grueso de las operaciones de crédito fue realizado por la banca comercial, a costa del desplazamiento de otras fuentes de crédito. Entre las causas que a nuestro juicio explicarían este fenómeno destacan: el mayor endeudamiento externo, la expansión de los depósitos, la rebaja que desde 1976 experimenta la tasa de encaje exigida por el Banco Central, y la falta de una regulación adecuada.

Tanto la concentración de la propiedad bancaria que se observa tras las reformas de mediados de los setenta - sólo un reducido número de grupos controlaba el total de instituciones – como la débil regulación a la que estuvo sujeto el sistema contribuyen a explicar el fuerte endeudamiento. Diversos estudios concluyen que el crédito se concentró de manera importante en las empresas que los mismos dueños de los bancos tenían <sup>10</sup>. Por su parte, el optimismo generalizado, característico de las épocas de auge y alimentado por el propio gobierno, explicaría el fuerte aumento de la demanda por crédito. En efecto, el discurso oficial anunciaba el comienzo de una época de oro, con tasas de crecimiento sin precedentes en nuestra historia. Además, la enorme oferta de fondos era, para una población acostumbrada por décadas a la represión financiera, algo tan desconocido como “excitante” <sup>11</sup>.

La liberalización financiera tampoco contribuyó a aumentar la inversión. Como se puede apreciar en el cuadro 3, la inversión en capital fijo post liberalización financiera exhibió niveles inferiores al promedio de los años anteriores. A este resultado contribuyeron la caída de la inversión pública <sup>12</sup> y de la privada <sup>13</sup>.

**Cuadro 3. Inversión en capital fijo como % del PIB <sup>a/</sup>.**

	<b>Inversión en Capital Fijo</b>
Promedio 1960-70	20.2
Promedio 1971-73	15.9
1974	17.4
1975	15.4
1976	12.7
1977	13.3
1978	14.5
1979	15.6
1980	17.6
1981	19.1
1982	14.0
Promedio 1974-82	15.5
A / en pesos de 1977. Cuadro tomado de Arellano (1983)	

En cuanto a las tasas de interés, es obvio que al liberarlas estas debían experimentar un alza, pero no lo es tanto que alcanzaran un nivel promedio de 32,7 por ciento durante el período 1976-82 (ver cuadro 7). No está dentro de los propósitos del presente trabajo

<sup>10</sup> Ffrench-Davis (2001).

<sup>11</sup> A modo de ejemplo, en Febrero de 1982 el número total de créditos de consumo otorgados alcanzó a 1.230.917, mientras el número de personas ocupadas alcanzaba a 3,2 millones.

<sup>12</sup> La caída de la inversión pública obedece tanto a razones ideológicas como a la canalización del ahorro del gobierno a las AFPs, como señalábamos anteriormente.

<sup>13</sup> Arellano (1983), Ffrench-Davis (2001).

realizar un análisis acabado de las causas de este “extraño” fenómeno, y sólo planteamos que el dramático aumento en las tasas de interés obedece, principalmente, a la eliminación de las normas que regulaban el uso que los bancos y otros intermediarios financieros hacían de los fondos, por una parte, y a la concentración de la propiedad bancaria, por otra. Vale decir, en un mercado controlado por unos pocos grupos económicos y en que la regulación era prácticamente inexistente, los fondos se orientaron a actividades especulativas y a financiar las empresas de los dueños de los bancos <sup>14</sup>. Aumentó de esta manera la demanda por crédito y por algunos activos no financieros, aumentando el precio de éstos y disparando las tasas de interés a los referidos niveles <sup>15</sup>.

### 2.1.2 Apertura Financiera Externa.

Además de la liberalización del mercado financiero doméstico, se inició un proceso de apertura a los flujos de capital externos. Se esperaba con esto un aumento de la oferta de crédito, que disminuiría la tasa de interés y de esa manera aumentaría el nivel de inversión (desplazamiento O-O' en el Gráfico 1).

La apertura de la cuenta de capitales se inició, a diferencia de otros procesos, de manera gradual, cuidando aspectos referidos a plazos exigidos y montos máximos permitidos. El que el equipo económico, tan poco familiarizado con el concepto de "gradualidad", haya optado en este caso por llevar adelante una reforma precisamente de manera "gradual", se explica por la importancia asignada al control monetario en los programas de estabilización implementados durante la primera fase de la estrategia económica. Es decir, en vista que el diferencial entre tasas de interés externas e internas era altísimo, una apertura abrupta habría atraído tal volumen de fondos que las autoridades habrían arriesgado el control monetario. Sin embargo, a medida que el proceso avanzaba, la gradualidad fue desapareciendo progresivamente. Así, en 1981 las normas respecto a montos máximos eran prácticamente inexistentes y sólo se mantenían disposiciones referidas a plazos mínimos de permanencia.

En Diciembre de 1974 se autorizó la operación en Chile, y bajo las mismas normas que regulaban a las instituciones nacionales, de la banca extranjera. En 1976 se comenzaron a evidenciar los primeros signos de aceleramiento en los flujos de crédito que ingresaban al país. Desde el año siguiente el endeudamiento inicia una fase de crecimiento tan espectacular que, a pesar del déficit que exhibían las cuentas externas, se acumularon reservas internacionales. En 1981 el uso neto de capitales extranjeros se empujaba, en pesos de 1977, a un 21 por ciento del Producto Interno.

Tres fueron los factores que contribuyeron al aceleramiento de la entrada de capitales durante el período: (i) la mayor disponibilidad de fondos en los mercados

---

<sup>14</sup> En los primeros años del régimen, el proceso de privatizaciones tuvo lugar en un contexto recesivo y de restricción crediticia, lo cual favoreció que sólo algunos grupos económicos pudieran competir por adjudicarse las empresas.

<sup>15</sup> Es interesante notar que durante los noventa, aquellos países de la región que optaron por seguir el modelo chileno de fines de los setenta experimentaron alzas dramáticas en sus tipos de interés.

internacionales; (ii) la imagen de solvencia que logró proyectar nuestro país; y (iii) la falta de regulación tanto en lo que se refiere al destino que podía dar el sistema a los fondos, como a los montos máximos que podían contraerse.<sup>16</sup>

En el Cuadro 4 se aprecia que el endeudamiento aumenta como porcentaje del producto interno bruto y de la inversión, lo cual se explica tanto por la mayor entrada de capitales como por el deficiente nivel que exhibieron el producto y la inversión durante todo el período. Otras conclusiones interesantes se refieren al crecimiento del ahorro externo como proporción de las exportaciones (esta razón aumenta desde un 36.8% en 1980 a un ¡103%! en 1981) y al aumento que presenta el coeficiente de servicio de la deuda (de un 47.7% en 1980 pasa a un 70.8% el año siguiente y a un 88.5 en 1982).

**Cuadro 4. Déficit en Cuenta Corriente y Movimientos de Capitales. (Millones de US\$ de 1977 y porcentajes)**

Año	Saldo Cuenta Corriente	Ingresos Brutos de Créditos	Financiamiento externo de la Inversión %	Financiamiento externo y PIB %	Déficit de Exportación %	Coeficiente de Servicio de la Deuda %
A/	-384	1037	19,08	3,06	18,6	30,76
1975	-534	1109	32,5	5	29,3	55,6
1976	160	1086	-11,4	-1,4	-6,5	52,7
1977	-551	1390	34,1	4,6	22,5	52,8
1978	-965	2559	50,9	7,4	38,5	58,7
1979	-933	2691	42,2	6,6	27,3	50,8
1980	-1382	3270	51,2	9	36,8	47,7
1981	-3348	4640	108,1	20,7	103,2	70,8
1982	-1693	2238	87,2	12,2	53,4	88,5

Fuente: Ffrench-Davis (2001), Cuadro V.1. A/ Promedio 1970-74

Las instituciones externas que prestaban los fondos eran en su mayoría bancos privados. De hecho, desde 1974 se observa una disminución de la deuda bilateral con organismos oficiales y un mayor protagonismo de los privados en el grupo de acreedores. En el Cuadro 5 se muestra cómo el crédito otorgado por las instituciones financieras y bancos privados gana participación dentro de la deuda externa total, con un salto brusco en el bienio 1980-81.

**Cuadro 5. Deuda externa total y con instituciones financieras privadas.**

<sup>16</sup> Ffrench-Davis (2001).

Instituciones financieras acreedoras			
Año	Deuda Total (Mill de US\$)	Millones de US\$	Participación en deuda Total
1974	4776	923	19,3
1975	5453	1352	24,8
1976	5392	1506	27,9
1977	5763	2144	37,2
1978	7153	3723	52
1979	8790	5885	67
1980	11331	8579	75,7
1981	15706	13169	83,8
1982	17263	14986	86,8

Fuente: Ffrench-Davis (2001), Cuadro V.2.

Los flujos fueron contraídos principalmente por el sector privado y sin garantía pública. El cuadro 6 presenta la deuda bruta y neta (bruta menos reservas) según prestatarios. Entre 1974 y 1981 la deuda neta del sector público se redujo en un 49% (columna 3), mientras que durante el mismo período el endeudamiento neto privado aumentó enormemente, a una tasa anual promedio de 46% (columna 4).

**Cuadro 6. Deuda externa según deudores, 1974-81 (millones de US\$).**

AÑO	DEDUDA BRUTA		DEUDA NETA		PARTICIPACIÓN PRIVADA EN DEUDA NETA $5=4/(3+4)$
	Público 1	Público 2	Público 3	Público 4	
1974	3897	879	3709	773	17,2
1975	4426	1027	4252	931	18
1976	4251	1140	3718	1016	21,5
1977	4319	1444	3763	1339	26,2
1978	4858	2295	3648	2147	37
1979	5018	3772	2882	3053	54,9
1980	4905	6426	1569	5986	79,2
1981	5145	10561	1878	9761	83,9

Fuente: Ffrench-Davis (2001), Cuadro V.3.

Dos son los destinos posibles del mayor endeudamiento externo: financiar un mayor déficit en cuenta corriente o aumentar el stock de reservas internacionales. La siguiente identidad contable ilustra esta relación.

$$\Delta D = P_m Q_m - P_x Q_x + iD + \Delta R$$

$$\Delta D = \text{Déficit Cta Cte} + \Delta R$$

Si bien durante la segunda mitad de los años setenta el déficit en cuenta corriente se amplió al tiempo que entraban nuevos capitales, parte del mayor endeudamiento no fue absorbido por la economía, y por lo tanto aumentaron también las reservas internacionales <sup>17</sup>, lo cual dificultó la conducción monetaria y cambiaria. En otras palabras, la compra de divisas se constituyó a fines de la década de los setenta en la principal fuente de emisión monetaria. ¿Qué riesgo representa esto? Si los capitales siguieran entrando per secula seculorum probablemente ninguno, pero los capitales "de vez en cuando" se van, y es en ese momento que empiezan los problemas; la pérdida de reservas termina teniendo consecuencias seriamente contractivas sobre la actividad económica. Esto fue efectivamente lo que pasó a comienzos de los ochenta.

Los desequilibrios que se fueron gestando en la segunda mitad de la década de los setenta no afectaron en igual medida a las distintas ramas de actividad económica. El sector de la construcción, por ejemplo, mostró un crecimiento sorprendente en el trienio 1977-79, lo cual inició una recuperación de los precios reales de activos como la tierra y los bienes raíces. Los valores bursátiles también exhibieron una clara mejoría en el mismo período (Arellano y Marfán 1986, Zahler 1984). Pero, ¿qué había detrás de este aparente éxito? Una entrada masiva de créditos externos al país <sup>18</sup>. La recuperación de los sectores financieros y de bienes no transables contrastaba con la pérdida de dinamismo del sector productor de bienes transables. En efecto, la política de reducción arancelaria, la menor demanda interna asociada al clima recesivo que vivía el país desde 1975, y la fijación del tipo de cambio en 1979, afectaron profundamente el desempeño de las empresas exportadoras y el de aquellas que competían con las importaciones. Entre 1977 y 1980 la tasa de crecimiento de las exportaciones disminuyó, la de las importaciones aumentó, y el saldo en cuenta corriente (DCC) fue entonces cada vez más deficitario <sup>19</sup>. "Lo paradójico es que lo que se suponía era la base del crecimiento sostenido, vale decir, el desarrollo comercial y la diversificación de las exportaciones, termina siendo una de las víctimas de la política económica" (Muñoz 1982).

Al igual que en nuestro análisis de la liberalización del mercado financiero interno, llegamos al punto en que debemos esbozar algunas hipótesis para explicar este fracaso. Incluimos en nuestro análisis elementos asociados a la liberalización de las importaciones, reforma que repetimos no ha sido ni será analizada en este trabajo y de la

<sup>17</sup> En 1980, las reservas llegaron a representar el 68% de las importaciones anuales de bienes (Ffrench-Davis 2001 p.176).

<sup>18</sup> Los flujos externos pasaron de 450 Millones de US en 1977 a 3000 Millones de US en 1980.

<sup>19</sup> El DCC aumentó de 550 Millones US en 1977 a 2000 Millones de US en 1979 y a 5000 Millones de US en 1981.

cual sólo destacamos algunos elementos. Asimismo, nos referimos a la conexión que existe entre apertura financiera y política cambiaria.

Los vínculos existentes entre apertura financiera, política cambiaria y reducción arancelaria fueron ignorados por la autoridad. El hecho concreto es que la apertura de la cuenta de capitales no explica por sí sola el desequilibrio externo y la baja inversión registrada en el período; fue más bien el conjunto de reformas el que careció de coherencia y el que en definitiva terminó afectando a diversos sectores.

El diagnóstico que hizo el equipo económico de la situación fue el siguiente. Dado que la inversión pública era por razones ideológicas reducida, la alternativa que quedaba para estimular la inversión era la entrada de capitales externos. Para esto, se aplicaron una serie de estímulos pero los resultados fueron claramente insatisfactorios en relación a lo esperado, concentrándose el reducido volumen de inversiones en los sectores minero y de bienes primarios. En este escenario, la reducción de la tasa de interés y el financiamiento externo se presentaban como única solución para estimular la inversión privada; sin embargo la tasa de interés real era extremadamente alta (ver cuadro 7), prácticamente prohibitiva para cualquier proyecto de inversión. Para atacar este problema se procede a abrir la cuenta de capitales; la idea que hay detrás de esta medida es que el ingreso de créditos externos redundaría en un menor diferencial entre tasas de interés interna y externa (tal como se puede apreciar en el Gráfico 1, tras la apertura  $R^*$  converge a  $R^e$ ).

El razonamiento anterior ignora que lo que importa, más que el volumen de crédito que ingresa a la economía, es el uso que se da a tales recursos. En nuestro país sólo un mínimo porcentaje (quince a veinte por ciento aproximadamente) correspondió a inversión extranjera directa, en tanto que la mayor expansión del gasto en bienes de consumo importados reflejó la escasa contribución de la apertura financiera al desarrollo de la base productiva nacional. Dos factores adicionales influyeron en este último resultado: (i) la apreciación que experimentó el tipo de cambio real tras su fijación, en 1979; y (ii) la liberalización de las importaciones. De hecho, el deterioro experimentado por la tasa de retorno de los sectores productivos es explicado no sólo por las altas tasas de interés reales sino además por la política de reducción arancelaria y por la fijación del tipo de cambio. Lo anterior contribuyó a que el crédito externo se orientara en su mayoría al sector de bienes y servicios no transables. Además, puesto que el financiamiento externo era cada vez mayor, el tipo de cambio jugaba un rol crucial. Al congelarlo, además de reducir la inflación, se esperaba que bajara el tipo de interés nominal y, al ingresar créditos externos, que disminuyera también el interés real. Sin embargo, la fijación cambiaria se decretó cuando la inflación interna era superior a la externa, lo cual introduce otros problemas; aunque la inflación interna, inicialmente mayor a la externa, inicia una fase de convergencia a esta última, el tipo de cambio real tiende a apreciarse hasta que la inflación neta desaparece.

## 2.2. Desequilibrios acumulados y estallido de la crisis

---

Los déficits comercial y en cuenta corriente fueron quizás el primer signo de alerta de una

crisis inminente. La balanza de pagos seguía con superávit, lo cual se explica por el creciente endeudamiento externo al que hacíamos mención. ¿Hasta cuándo podía mantenerse esa situación? A nuestro juicio, no por mucho tiempo; en vista de la magnitud de los desequilibrios acumulados, con o sin crisis internacional el ajuste sería inevitable. La pregunta que surge aquí - pregunta que surge cada vez que la actividad se contrae y los distintos sectores buscan a quién "culpar" - apunta a la importancia relativa que pudieron tener los factores externos e internos en el desempeño económico nacional. Si bien bastaría con el análisis presentado hasta aquí para concluir que la mayor parte del magro desempeño económico es explicado por factores internos, creemos conveniente señalar tres hechos de importancia: primero, que el propio ministro Rolf Lüders reconoció en su momento que las condiciones internacionales no explicaban más que un tercio de la crisis; segundo, que las quiebras masivas y las primeras intervenciones que hizo el gobierno en el sistema financiero datan de 1981, vale decir un año antes que México declarara la moratoria; y tercero, que el producto comienza a caer el segundo semestre de 1981 (Ver Marcel y Meller 1983).

La era del crecimiento basado en el aprovechamiento de la capacidad instalada y en acumulación de deuda externa parecía haber llegado a su fin. El excesivo endeudamiento no sólo contribuyó a aumentar la vulnerabilidad de nuestra economía frente a shocks externos; también afectó los fundamentos macroeconómicos internos y, en particular, al sector real de la economía (Ffrench-Davis y Tapia, 2001).

Lo que algunos catalogaban como éxito no era más que una ola de optimismo exagerada y sin base en la realidad (Cortázar y Arellano 1982). Las declaraciones que el Ministro Alvaro Bardón formuló en 1980 y posteriormente en 1982 son ilustradoras del optimismo reinante antes de la crisis y alimentado por el propio gobierno y del reconocimiento que el oficialismo debió hacer posteriormente (y un poco tarde a nuestro juicio) de la crisis económica<sup>20</sup>.

Si bien la reducción de la inflación puede catalogarse de exitosa, la baja experimentada por la inversión (tanto en capital físico como humano), el atraso cambiario, el deterioro de la cuenta corriente, la disparidad entre precios internos y externos, y un nivel de financiamiento externo que en 1981 equivalía al 20.7% del producto interno bruto (ver cuadro 4) constituían desequilibrios a todas luces preocupantes y que por tanto urgía corregir. Un resumen de los principales desequilibrios se presenta en el cuadro 7.

### **Cuadro 7. Precios macroeconómicos claves (1976-81).**

---

<sup>20</sup> En 1980 Bardón proyectaba un crecimiento de seis a ocho por ciento para los próximos años (Qué Pasa 505, 1980). Después señalaría que "la producción cayó y seguirá cayendo en 1982" (La Tercera, 1982)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981
TIR interna (1)	51.2	39.4	35.1	16.9	12.2	38.8
TIR externa (2)	-21.1	0.2	3.8	-0.9	-0.8	12.4
TCR (3)	25,89	21,54	23,81	23,16	20,09	16,93
TCR*(4)	29,89	21,54	21,48	19,31	15,41	11,92
FBCF (5) **	33.215	38.346	45.009	52.593	63.430	74.373
PIB (6) **	261.945	287.770	311.417	337.207	363.998	386.611
TIFC (7)	12,7	13,3	14,5	15,6	17,4	19,2

Fuentes: (1) y (2) Ffrench-Davis (2001) Cuadro V.5. (3) y (4) Ffrench-Davis (1983) Cuadro5. (5) (6) y (7) Elaboración propia en base a cifras del Banco Central. (1) Tasa de interés real interna. (2) Tasa de interés real externa expresada en pesos. (3) Tipo de cambio real deflacta por IPC corregido. (4) Tipo de cambio real deflactado por Índice de Sueldos y Salarios (ISS). (5) Formación bruta de Capital Fijo (FBCF). (7) Tasa de inversión en Capital Fijo (FBCF sobre IPC). \*\* Millones de pesos de 1977

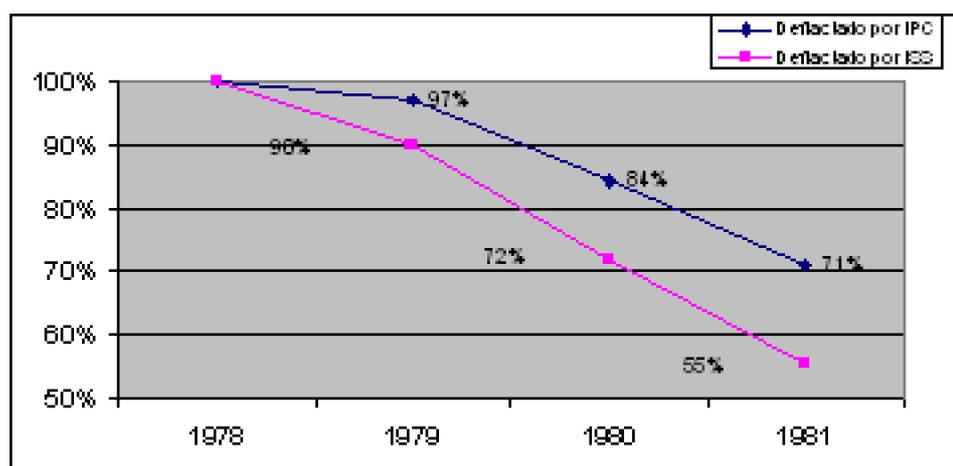


Gráfico 2. Evolución del Tipo de Cambio Real, 1978-1981. (1978 = Base 100)

Fuente: En base a Cuadro 8 (columnas 3 y 4).

Ciertamente que si no consideramos el enfoque teórico que guiaba la toma de decisiones del equipo económico, nos resultaría imposible entender cómo las autoridades no se percataron de la gravedad de los desequilibrios que se fueron acumulando. Fue sin duda el apego irrestricto a los postulados del enfoque monetario de la balanza de pagos lo que impidió a los responsables de la conducción económica dar un giro en la estrategia de desarrollo, haciéndolos incurrir en forma reiterada en graves errores de diagnóstico. Así, por ejemplo, se asumió que el creciente endeudamiento externo, al ser contraído por agentes privados y sin garantía oficial, no representaba un riesgo. El razonamiento es simple; si los privados se endeudaban era porque los proyectos de inversión a los que destinaban tales recursos tenían una tasa de retorno mayor al costo del crédito, y por lo tanto tal endeudamiento era reflejo de una economía que funcionaba bien. Si a lo anterior sumamos el hecho que las cuentas fiscales eran superavitarias, el espacio para que se desatara una crisis cambiaria era, según la autoridad, inexistente.

### 2.3. Crisis y Ajuste Macroeconómico.

La identidad 1 representa la relación de igualdad entre las divisas que entran y las que salen del país. Un aumento en las exportaciones o en la deuda externa neta (deuda descontada de intereses) da lugar a una entrada de divisas al país. Un aumento de las importaciones o del pago de intereses de la deuda resulta en una salida de dólares de la economía. El término del lado izquierdo corresponde a las divisas que entran (suma de los ingresos de exportación ( $P_x Q_x$ ) y de la variación de la deuda externa neta ( $\Delta D$ )), mientras que el lado derecho de la ecuación representa el total de dólares que salen del país (suma del gasto en importaciones ( $P_m Q_m$ ) y de los intereses pagados sobre la deuda externa acumulada ( $iD$ )). Reagrupando términos podemos representar la igualdad entre el déficit comercial y la transferencia neta de recursos hacia el país (diferencia entre nueva deuda y pago de intereses sobre la deuda acumulada). La identidad 2 muestra esta relación; el término de la derecha corresponde al déficit comercial y el término de la izquierda a la transferencia neta.

$$P_x Q_x + \Delta D = P_m Q_m + iD \quad (1)$$

$$\Delta D - iD = P_m Q_m - P_x Q_x \quad (2)$$

La segunda identidad resulta muy útil para explicar la relación que en nuestra economía se observó entre endeudamiento externo y déficit en cuenta corriente (o lo que es lo mismo, entre deuda externa neta y déficit en balanza comercial). Tras la moratoria mexicana, que marca el estallido de la crisis en la región, los créditos externos "arrancaron" de nuestra economía, lo que en términos de la identidad 2 equivale a una disminución de ( $\Delta D$ ) y por lo tanto de la transferencia neta. El ajuste exigía entonces pasar de un déficit a un superávit comercial, tarea que se logró principalmente con políticas reductoras de gasto.

Si bien nuestro país fue el que experimentó la mayor caída en el producto entre todas las economías de América Latina, en 1982, no fue el único afectado por la crisis y el ajuste al desequilibrio externo debió ser enfrentado prácticamente por todos los países de la región. En efecto, antes de la crisis la región era receptora neta de recursos por un monto equivalente a un 2% del PIB, y tras la moratoria mexicana la huida de capitales le significó una transferencia de recursos al exterior por un monto equivalente a 4% del producto. Es decir una transferencia equivalente ¡al seis por ciento del producto! "Es difícil exagerar el significado de una reversión de tal magnitud. Tal vez baste notar que ella fue incluso mayor a las draconianas reparaciones de guerra impuestas a Alemania por el Tratado de Versalles después de su derrota en la Primera Guerra Mundial" (Ramos 1993).

En 1981 las autoridades optaron nuevamente por la neutralidad de las políticas. En otros términos, mantuvieron la misma actitud pasiva que caracterizó al manejo económico durante la fase de recuperación de fines de la década anterior, y esperaron que un ajuste

automático corrigiera el desequilibrio externo.

La lógica del ajuste automático es simple. Dado que nuestra economía se ajustaba a los supuestos del enfoque monetario (economía pequeña y abierta, con tipo de cambio fijo y en la cual el instituto emisor no esteriliza), la cantidad de dinero era endógena y determinada por los cambios de reservas internacionales. Si la entrada de divisas era insuficiente para financiar el déficit externo, el Banco Central perdería reservas, lo cual disminuiría la oferta monetaria elevando el costo del crédito. La contracción del gasto interno, consecuencia obvia del aumento de la tasa de interés, reduciría el gasto en importaciones hasta un nivel compatible con el equilibrio externo dadas las nuevas condiciones de crédito foráneo. Además, el menor gasto interno deprimiría el precio de los bienes no transables, aumentando la competitividad de la economía<sup>21</sup>. Por último, el aumento de la tasa de interés doméstica atraería capital extranjero (teoría del arbitraje). En resumen, la tasa de interés se constituye en el instrumento protagonista del ajuste.

El cuadro 8 presenta la evolución de las principales variables económicas y sociales durante el período en que operó el ajuste automático. La corrección del desequilibrio externo se dio tal como predice el enfoque monetario; la menor liquidez (columna 2) presiona la tasa de interés al alza (columna 1), lo cual contrae el gasto interno (columna 4) disminuyendo el gasto en importaciones (columna 3). Sin embargo, la corrección del desequilibrio externo se logró a costa de un mayor desequilibrio interno; el costo económico y social en términos de caída del producto (columna 6) y aumento del desempleo (columna 7) fue enorme.

**Cuadro 8. El ajuste automático en acción. (Primer trimestre de 1981 – Segundo trimestre de 1982)**

Año		Tasa de Interés Real * % 1	MI Real (Variación trimestral) % 2	Import (Cambios Anuales) % 3	Gasto Interno (Variación anual) % 4	Flujos de Capital (Mill de US\$) 5	PIB (Variación anual) % 6	Desempleo (%) A\ 7
1981	I II III	15,2 21,2 22,7	23,8 -6,1	39,5 48,3 6,8	14,1 23,1	1.062 1.764 1.218	9,8	15,1 15,5
1982	I II	42,9 45,8	-0,8 -5,1	-31,1 -53,9	-13,6 -19,9	654 340	-8,0 -12,8	21,0 24,9

Fuente: Meller (1990), Cuadro 2.1 A\ Incluye a los adscritos al Programa de Empleo Mínimo (PEM). \* base anual

En resumen, el peso del ajuste recae básicamente en el producto y en el nivel de empleo. La corrección del desequilibrio externo se enfrentó principalmente con políticas de reducción de gasto, deprimiendo aún más la demanda interna. Lo anterior adquiere suma relevancia desde la perspectiva de los equilibrios macroeconómicos básicos y del rol que debe jugar la política económica durante la fase de recuperación. En efecto, al deprimir aún más la demanda, el ajuste aumenta la brecha entre capacidad productiva y demanda efectiva, lo cual descincentiva la inversión productiva y, por esa vía, afecta la capacidad de generación de empleo en el futuro (ver cuadro 9).

**Cuadro 9. Brecha Y\*/Y, tasa de Inversión y desempleo.**

<sup>21</sup> (el tipo de cambio real se define como la razón entre el precio de los bienes transables y no transables).

	Crecimiento del PIB efectivo (%)	Crecimiento de la capacidad productiva (%)	Brecha Y*/Y	Tasa de Inversión (% del PIB)	Desempleo Abierto (% de la fuerza laboral) a /
1981	5.1	3.2	-1.0	23.2	15.1
1982	-13.8	5.0	17.0	15.8	26.1
1983	-0.4	2.5	19.4	13.7	31.3
1984	8.1	1.7	14.3	16.3	24.6
1985	1.3	1.9	14.8	17.7	21.7
1986	5.7	2.5	12.1	17.1	17.3

Fuente: Ffrench-Davis y Tapia (2001) a/ incluye programas de emergencia (PEM y POJH).

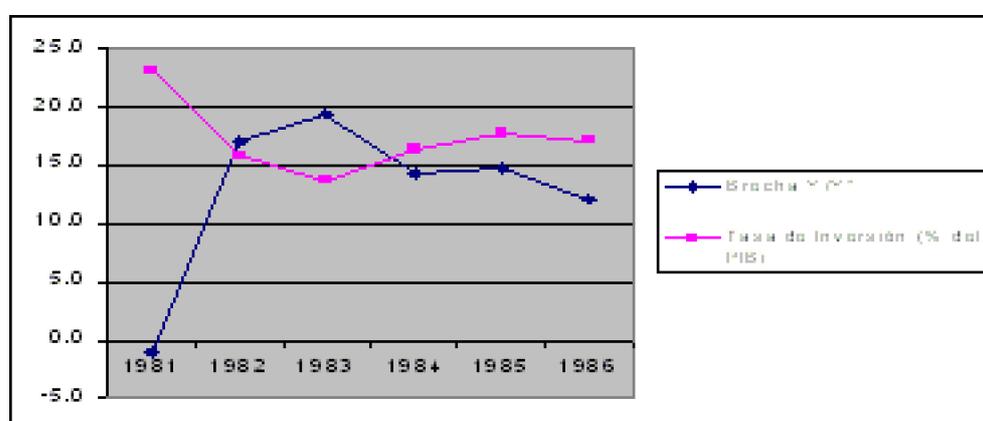


Gráfico 3. Brecha Y/Y\* y Tasa de Inversión (1981-86).

Fuente: En base al cuadro 9.

Para entender estos fenómenos (y para evitarlos) deben tenerse en cuenta los vínculos entre macro y microeconomía, un área que en la profesión ha recibido escasa atención, y que resulta fundamental para entender los problemas que se observan en períodos de turbulencia macroeconómica (Katz 1999). En otros términos, la forma en que la inestabilidad macroeconómica afecta las decisiones de los distintos agentes determinará la evolución de la economía a nivel agregado y de los principales indicadores sociales (distribución del ingreso, pobreza, etc.). El ajuste que operó a principios de los ochenta, al no distinguir entre las dinámicas propias de cada sector (de ahí el concepto de neutralidad), contribuyó a aumentar la mortalidad de empresas (ver gráfico 4).

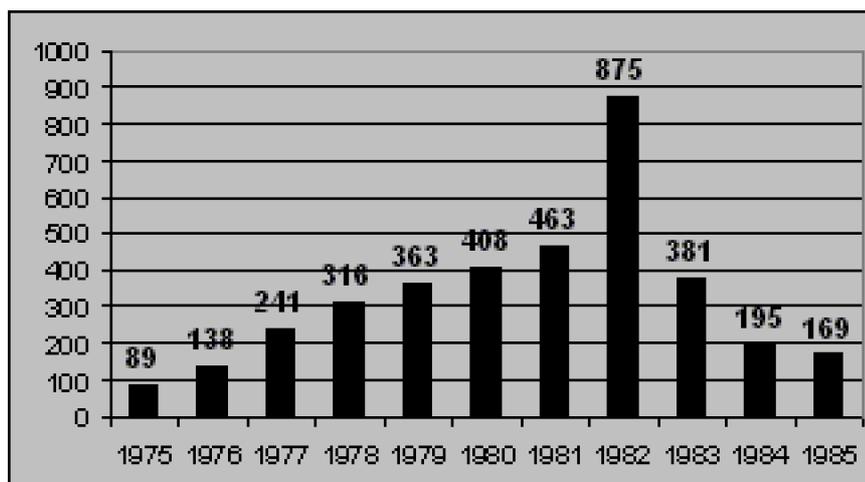


Gráfico 4. Estadísticas de quiebras en el sector industrial 1975-1985.

Fuente: Katz (1999).

Al no considerar la viabilidad de las empresas en un escenario "normal", dejando simplemente que éstas mueran durante el ciclo recesivo, se termina afectando la capacidad productiva, dificultando la recuperación posterior.

La mortalidad de empresas es sólo un ejemplo de las "pérdidas" que tienen lugar durante los períodos de inestabilidad macroeconómica. El desempleo también resiente la capacidad productiva, puesto que el trabajador desocupado pierde destrezas, las cuales no recupera por arte de magia cuando la actividad se recupera. La deserción escolar es quizás otro ejemplo; es difícil pensar que los niños que abandonan la educación durante los períodos de "vacas flacas" vuelvan a la escuela en los posteriores períodos de "vacas gordas" (Ffrench-Davis 2001, énfasis propio). En términos aun más simples: hay cosas que se pierden en las fases recesivas y que no se recuperan en los auges posteriores.

En Junio de 1982, y en vista de tan desalentador panorama, las autoridades optaron por un enfoque más pragmático, adoptando en muchos casos medidas completamente contrarias al enfoque neoliberal; aumento de la protección arancelaria, subsidios, regulación del sistema financiero y estatización de la deuda privada. Pero quizá el giro más notable lo constituyó la devaluación del tipo de cambio, la cual afectó duramente al sistema financiero y a los agentes endeudados en moneda extranjera, profundizando la crisis. Además, como veremos, esta medida afectó el nivel de las remuneraciones reales. No obstante, la devaluación era necesaria para corregir un tipo de cambio excesivamente apreciado y que dificultaba el desarrollo del sector exportador. En ese sentido, no debe culparse a la política correctora, aun cuando suponga costos, en la medida que buscaba enmendar un error anterior, cual fue la permisividad frente a la acumulación de desequilibrios (Ffrench-Davis y Tapia 2001).

# III LA CRISIS ASIÁTICA

## 1. INTRODUCCIÓN

El estallido de la crisis asiática en el segundo semestre de 1997 fue otra demostración clara del riesgo al cual están expuestas las distintas economías y de lo devastadores que pueden resultar estos episodios en términos sociales, económicos y políticos. Si bien es cierto que la historia económica del último siglo está llena de episodios en que la economía sufre un colapso generalizado, como ya señalamos, la naturaleza de las crisis modernas difiere considerablemente de las de antaño. En efecto, países que presentaban moderados déficit (o incluso superávit) fiscales y tasas de inflación controladas, sufrieron recesiones dramáticas en las últimas décadas. Fue el caso de Chile durante la crisis de la deuda externa y el de los países del sudeste asiático en 1997.

Las crisis económicas están lejos de desaparecer – están más bien a la orden del día -. La globalización mundial ha traído aparejado un proceso de integración de los mercados, principalmente comerciales y financieros, que vincula el desempeño de las economías nacionales a los vaivenes de los mercados internacionales, y por lo tanto la inestabilidad macroeconómica está muchas veces vinculada a factores externos, aunque no completamente exógenos. Dentro de estos factores podemos identificar las corrientes de capitales, las que no sólo han aumentado en magnitud sino también en volatilidad.

Existen muchas hipótesis para explicar la volátil conducta de los inversionistas. Entre éstas podemos destacar el llamado “efecto manada”, que supone que los agentes privados, al decidir donde invertir, consideran el comportamiento de los demás agentes y lo toman como una señal. Bajo este enfoque, en que la interdependencia de las decisiones de los inversionista es la tónica de los procesos de decisión, lo que predomina en materia de colocaciones y retiro de fondos son muchas veces las “modas”. Otro elemento asociado a las crisis modernas tiene relación con la sustentabilidad de los tipos de cambio, el cual es uno de los macroprecios más relevantes y cuyas desalineaciones pueden fomentar mayores desequilibrios externos. Por último, la falta de una supervisión y regulación adecuadas de los mercados financieros internos y externos también puede contribuir a desatar estas crisis.

Todas estas variables pueden ser de alguna forma afectadas por las autoridades de manera de reducir la exposición de las economías a los shocks externos. El diseño y la ejecución de la política económica deben tener en cuenta el punto anterior, a fin de generar un ambiente económico propicio para el desarrollo productivo. De no ser así, los errores de política pueden contribuir a aumentar los riesgos de sufrir colapsos económicos derivados de la volatilidad de los mercados externos. Cabe señalar que estas crisis tienen efectos reales sobre la producción, el empleo, los indicadores sociales, etc.

En lo que sigue revisaremos las políticas implementadas por los gobiernos de la concertación durante el primer quinquenio de la década pasada, período previo al estallido de la crisis mexicana (crisis del tequila) de 1995. El objetivo es ilustrar como una mezcla de políticas puede proteger a la economía de los shocks asociados a la volatilidad de los mercados externos y mantener así los equilibrios macroeconómicos básicos. Posteriormente nos referiremos a las medidas adoptadas después de la “crisis del tequila” y al posible vínculo entre éstas y los desequilibrios que se gestaron en el bienio 1996-97, los cuales en definitiva hicieron más vulnerable a nuestra economía frente a los shocks externos. Finalmente, describiremos los mecanismos de ajuste implementados por las autoridades tras la crisis asiática y cuáles fueron sus efectos en las variables económicas.

## **2. LA IMPORTANCIA DE MANTENER LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS *(Las crisis suelen incubarse en tiempos de auge)***

### **2.1. El comienzo de la década: Gobierno de Patricio Aylwin.**

---

En términos de crecimiento económico, la década de los noventa será recordada en la historia económica de Chile como una de las más exitosas. Tal como muestra el gráfico 5, durante el período 1990-2000 el PIB se expandió a una tasa promedio cercana al 6,5% (al seis por ciento si se incluye el año 2001). Este notable desempeño se sustentó en una

reinterpretación de la estrategia de desarrollo implementada durante el gobierno de las fuerzas armadas, que dio especial importancia a la estabilidad macroeconómica real y al cuidado de los equilibrios sociales.

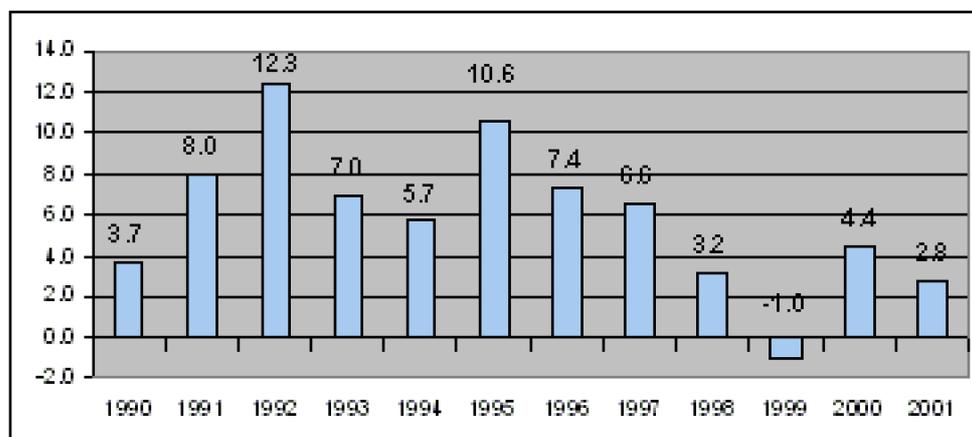


Gráfico 5. Tasa de crecimiento del PIB (1990-2001).

Fuente: Banco Central Indicadores Económicos y Financieros.

Nota: La tasa de crecimiento para el período 1990-1996 se calculó a partir de datos en base 1986. Para el período 1997-2001 se hizo en base a cifras en moneda de 1993. Para evitar inconsistencias en el cálculo de la tasa de crecimiento entre 1996 y 1997, se llevó el PIB de 1996 a pesos de 1993 y luego se hizo el cálculo.

El modelo implementado por los gobiernos de la concertación ha sido en muchos aspectos una continuación de aquel que impuso el gobierno militar. En efecto, sigue siendo el sector privado el que, en un sistema de mercado, decide “qué, cómo y cuánto producir”, aunque el estado ha asumido un rol mucho más activo en aquellas áreas donde la solución de mercado es ineficiente o disfuncional para lograr mayor equidad.

Para el nuevo bloque oficialista, el crecimiento económico era requisito para lograr mayor justicia social, y a su vez la justicia social era condición necesaria para lograr un mayor crecimiento. En otras palabras, crecimiento y equidad se potencian y, por lo tanto, la armonización de ambas dimensiones permitiría iniciar un círculo virtuoso que impulsaría un desarrollo vigoroso, sostenido y del cual se beneficiaría una mayor parte de la sociedad. ¿Cómo conseguir ambos objetivos, ya no de manera secuencial (“teoría del chorreo”) sino simultánea? Primero, mediante una conducción económica que cuidara los equilibrios macroeconómicos, de manera funcional para el desarrollo productivo. Segundo, manteniendo como eje central de la estrategia de desarrollo al sector exportador; la política comercial debía continuar fomentando el desarrollo y diversificación de nuestras exportaciones, tanto en términos de cantidad de productos como de mercados de destino.

El primer gobierno democrático fue encabezado por Patricio Aylwin. Al asumir, su administración se encontró con una economía sobrecalentada a raíz del “boom” electoral que se produjo con ocasión del plebiscito del 1988. La aceleración del gasto era tal que el gobierno estimó necesario realizar un ajuste importante recién comenzada su gestión. Este ajuste debía conciliar la disminución del gasto con el doble objetivo planteado por el

gobierno: crecimiento vigoroso y sustentable junto a una respuesta a las urgentes necesidades sociales <sup>22</sup>. Lógicamente, la necesidad de realizar dicho ajuste entraba en conflicto con las urgencias sociales ya que, como sabemos, es más difícil satisfacer urgencias en períodos de “vacas flacas” – en términos más académicos, cuando las restricciones presupuestarias son más severas -. Por otra parte, para cumplir con el objetivo de crecer vigorosa y sostenidamente era necesario incrementar la tasa de inversión <sup>23</sup>, aplicar un manejo macroeconómico que lograra equilibrios en las variables fundamentales y reducir el grado de exposición de la economía a los shocks externos <sup>24</sup>.

El ajuste del año 1990 se realizó mediante un aumento de la tasa de instancia monetaria por parte del Banco Central, vale decir vía política monetaria. Esto indujo una aceleración de la entrada de capitales, y el tipo de cambio, que era determinado a través de una banda cambiaria, sufrió una apreciación que lo llevó al piso de la banda. El Banco Central de Chile, en sus esfuerzos por mantener una política monetaria independiente, debió salir a comprar divisas para, de ese modo, defender la banda cambiaria. Además, el instituto emisor realizó operaciones de venta de papeles, con el fin de esterilizar el impacto que de otro modo la compra de divisas tendría sobre la oferta monetaria y, por lo tanto, sobre el nivel de actividad. De esta manera se posibilitaba que la reducción del gasto se hiciera efectiva y que se lograra contener la expansión de la demanda agregada. Cabe destacar que de no haber realizado dicho ajuste, las autoridades habrían arriesgado una aceleración de la inflación <sup>25</sup> o un aumento del déficit en cuenta corriente.

A fin de responder al desafío que implicaban las urgencias sociales sin alterar los equilibrios fundamentales, el gobierno envió al congreso un proyecto de reforma tributaria. También se buscó una fórmula para la reasignación de gastos donde la preponderancia del gasto social fue aumentada en el presupuesto de la nación. Otro proyecto emblemático fue la reforma laboral, la cual buscaba generar un poder de negociación mayor para los trabajadores frente a sus empleadores. El “acuerdo nacional entre el gobierno, los empresarios y los trabajadores” también constituye un logro de este período; dicho compromiso permitió sembrar las confianzas necesarias para que todos los actores sociales estuvieran tranquilos de que la economía nacional iría a buen puerto. Parte de los acuerdos que se generaron fue el reajuste del salario mínimo, el cual entre 1990 y 1993 se incrementó en 28% real. Los posteriores reajustes reales de éste estarían ligados a las ganancias de productividad mientras que los reajustes nominales deberían calcularse según la inflación esperada.

---

<sup>22</sup> El número de pobres en 1990 equivalía a un 39,6% de la población, en tanto que la desigualdad de ingresos había alcanzado el mayor nivel del que se tenía memoria (MIDEPLAN – U de Chile 2000).

<sup>23</sup> La tasa de inversión durante el régimen militar exhibió niveles bajísimos, incluso menores al promedio de los años sesenta (véase la primera parte de este trabajo).

<sup>24</sup> French-Davis (2001).

<sup>25</sup> La inflación acumulaba un incremento anualizado de 31% en los últimos cinco meses, fenómeno asociado al elevado nivel de gasto asociado al “boom electoral”.

Asimismo, durante este gobierno se tomaron medidas para alterar la composición de los flujos de capitales financieros, estableciéndose un encaje de 20% con una permanencia mínima de tres meses a los capitales que ingresaban al país y un impuesto a los préstamos en moneda extranjera. El éxito de estas medidas se tradujo en una reducción de las entradas de capitales “golondrinas” o capitales líquidos de corto plazo, sin desincentivar la entrada de inversión extranjera directa<sup>26</sup>. Una explicación posible para este comportamiento es que las decisiones de inversión de dichos agentes, responden a diferentes criterios. Es así como los inversionistas de más largo plazo no buscan lograr rentabilidades especulativas o beneficios del arbitraje, sino que más bien, se fijan en las condiciones globales o “fundamentos” de la economía<sup>27</sup>.

El énfasis dado en el gobierno de Aylwin al gasto social junto al dinámico crecimiento experimentado durante el período hizo posible realizar significativos avances en materia de distribución del ingreso, reducción de la pobreza y otros indicadores sociales. El clima imperante por entonces en el país permitió alcanzar dichos logros en paralelo con una conducción fiscal muy responsable. El gobierno general presentó un superávit presupuestario de 1,7% del PIB<sup>28</sup> en promedio para los cuatro años de gobierno, cifra muy favorable si la comparamos con los promedios históricos presentados por la economía nacional.

Una revisión de los principales indicadores económicos y sociales nos lleva a concluir que el gobierno de Patricio Aylwin tuvo éxito en la implementación de sus políticas. De hecho, durante dicho período la tasa de crecimiento del PIB, alcanzó al 7% en promedio. Este incremento significó que en términos de PIB per cápita los chilenos pasaran de 342,300 pesos a 422,300 pesos<sup>29</sup> en los 4 años de gobierno. Ciertamente, este aumento es significativo tomando en cuenta que la inflación estaba en una fase decreciente y siendo controlada. Este notable logro tuvo lugar sin generar desequilibrios económicos en otras áreas.

A comienzos de 1990 las corrientes de inversión extranjera tuvieron un nuevo impulso con lo que la llegada de capitales a la región, y en particular a Chile, fue muy dinámica. Sin embargo, la política que intentaba afectar los flujos de capital especulativos sí tuvo éxito, lo que implicó que la deuda de corto plazo estuviese acotada en márgenes sustentables. Respecto a la inversión extranjera directa, esta política generó un creciente interés en los agentes externos para invertir en el país<sup>30</sup>. Esto se debió en parte a que la percepción internacional sobre Chile mejoraba cada vez más, al haber logrado una sintonía fina entre el crecimiento de la demanda agregada y el de la capacidad

<sup>26</sup> “Se mantienen abiertas las puertas a la inversión productiva y se cierran para los inversionistas de la tarde” (Ricardo Ffrench-Davis, durante una conferencia dictada a alumnos de la Universidad de Chile, en Septiembre de 2002).

<sup>27</sup> Chumacero, Labán y Larraín (1997).

<sup>28</sup> Ffrench Davis (2001).

<sup>29</sup> Banco Central de Chile, *Indicadores Económicos y Sociales de Chile 1960-2000 a precios constantes de 1986*.

<sup>30</sup> Uthoff y Titelman (1997).

productiva. Esta consistencia entre demanda agregada y frontera productiva constituye un equilibrio macroeconómico fundamental al que, después de veinte años, por fin se le prestaba atención. En materia cambiaria la administración de Aylwin logró que el tipo de cambio real no estuviera sujeto a la volatilidad internacional. De hecho la política cambiaria, que se basaba en una banda como medio de fijación del tipo de cambio, logró distinguir entre las presiones revaluatorias que obedecían a las mejoras en la productividad de los factores nacionales, de aquellas atribuibles a los movimientos de capitales especulativos. El correcto nivel en que se mantuvo el tipo de cambio real permitió que en el período la cuenta corriente alcanzara un moderado déficit, el cual no ponía en riesgo la estabilidad económica. Por otra parte, la tasa de interés también se movió en rangos que no alteraban los equilibrios macroeconómicos. Esta combinación de políticas logró un efecto excelente, lo que se tradujo en resultados económicos sin precedentes.

Entre los factores que explicarían este éxito destaca la imposición del encaje a los flujos de inversión. Este instrumento, en conjunto con la banda cambiaria, afectó tanto el nivel del tipo de cambio como su volatilidad. Si consideramos además que la inflación estaba siendo controlada, el encaje permitió que el costo real del dinero (tasa de interés real) reflejara la marcha de la economía y no las aprensiones de los inversionistas extranjeros. Con esto, la política monetaria comenzó a gozar de una relativa independencia, hecho que se torna fundamental al considerar la importancia que tuvo ésta en los procesos de ajuste implementados durante el período.

Es importante señalar que una de las principales virtudes del gobierno de Aylwin fue la flexibilidad y el espacio otorgado a la adecuación de las políticas de manera de lograr que éstas cumplieran de mejor manera los objetivos propuestos. Como ejemplo de este comportamiento se puede señalar la adecuación de las restricciones mediante el encaje, el cual se mantuvo en un 20% sobre el monto invertido con una duración mínima de tres meses durante el periodo 1990-92, para pasar a un 30% sobre el monto invertido y una duración de un año en el periodo 1993-96. Además, se extendió el impuesto de 1,2% que gravaba al crédito interno, a las operaciones de crédito externo. Esto en respuesta a la mayor entrada de capitales que se estaba dando, lo cual motivó una adecuación de la legislación vigente. Otro ejemplo al respecto lo constituye la modificación realizada en Julio de 1992 por parte del Banco Central a la metodología empleada para calcular el tipo de cambio, vinculando el valor de esta variable ya no sólo al dólar sino a una canasta referencial de monedas extranjeras.

En materia de indicadores sociales, el crecimiento y el mayor énfasis en las políticas sociales permitieron lograr significativos avances. El número de pobres al finalizar el periodo era de 3.780.000 personas aproximadamente, cifra equivalente a un 28% de la población, lo que significa que en 4 años se logró disminuir este indicador en 10 puntos porcentuales aproximadamente. La distribución del ingreso, ya sea medida por la razón de quintiles o por el coeficiente de Gini, mejoró durante el trienio 1990-92, aunque al finalizar el periodo presidencial se apreció un estancamiento en la evolución de dichos indicadores. Cabe señalar que la gran mayoría del gasto social en Chile se concentra en la entrega de servicios sociales (educación, atención de salud y acceso a viviendas subsidiadas), y por lo tanto su no inclusión en las estadísticas distributivas subestima los

avances reales en materia de equidad <sup>31</sup>. El gasto social y su focalización, fueron adquiriendo cada vez más importancia en el presupuesto de la nación, por lo que es claro que mejorar los indicadores sociales era fundamental en la visión del gobierno <sup>32</sup>. Un ejemplo de la progresividad del gasto social lo entregan las cifras del cuadro 10, que muestra la evolución de la distribución de los subsidios monetarios entre distintos tramos de ingreso.

**Cuadro 10. Distribución de los subsidios monetarios entre quintiles de ingreso.**

Quintil	1987	1990	1992	1994	1996	1998	2000
I	33,6	33,7	36,4	38,7	36,1	46,3	45,3
II	22,3	23,9	26,2	26,2	27,8	26,4	27,7
III	17,9	18,4	17,9	17,3	20,6	16,0	16,0
IV	14,9	13,9	12,0	12,1	11,5	8,4	8,3
V	11,3	10,1	7,4	5,6	4,0	2,9	2,7
Total	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Encuesta CASEN

## 2.2. La luna de miel del gobierno de Eduardo Frei Ruiz-Tagle.

El segundo gobierno de la concertación fue el del Presidente Eduardo Frei, administración que se extendió desde 1994 hasta mayo del 2000. Los principales objetivos contenidos en el plan de gobierno eran buscar la consolidación del crecimiento económico, disminuir los niveles de pobreza y reformar los sistemas de educación y salud, entre otros. Claramente estos objetivos ilustran el enfoque e importancia que la concertación daba a los temas sociales. Esta búsqueda de un Chile más homogéneo en la distribución de las oportunidades se debía sustentar en un crecimiento dinámico y sostenido de manera de que dicha meta fuera alcanzada en el menor tiempo posible. Sin embargo, se comprendía que para que en el largo plazo esta política no fuera “espúrea”, era imprescindible que dicha mayor equidad se lograra en concordancia con el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos, ya que cualquier intento de lograr dicho objetivo sería en vano si se descuidaba este aspecto.

En líneas generales, el gobierno de Frei postulaba una continuación de las políticas implementadas por su antecesor. Apenas iniciado su gobierno, se dicta un decreto que crea la Comisión de Ética Pública, organismo que estaría encargado de velar por el cumplimiento de la probidad en los empleados públicos. Esta iniciativa tuvo como principal motivación la eliminación de las dualidades existentes en la ley, las cuales podían generar conflictos de intereses entre los empleados públicos que tenían cargos a su vez en empresas privadas o entre dichos funcionarios públicos y los intereses de la nación. Lógicamente esta institución buscaba generar una mayor transparencia y

<sup>31</sup> Larrañaga (2001).

<sup>32</sup> Contreras (2000).

credibilidad en el actuar de los personeros y funcionarios del Estado.

El tema de la pobreza se enfrentó mediante una acción multisectorial, centrada en el Ministerio de Planificación y Cooperación. Para ello se planificaron varias líneas de acción contenidas en el “Plan Nacional contra la Pobreza”<sup>33</sup>, el cual sería financiado mediante la reasignación del gasto público. El diseño de dicho plan contemplaba la aplicación de proyectos de fomento productivo particulares, de acuerdo a las directrices señaladas por el gobierno central, los proyectos regionales de cada ministerio y los programas de los gobiernos regionales. El espíritu de dicho plan queda reflejado en las siguientes palabras de un miembro del gobierno: “El desarrollo consiste no sólo en hacer crecer al país, para que tenga más bienes y servicios, sino también hacer crecer a los seres humanos, que tengan más dignidad, más oportunidades de participación, confianza en sí mismos y que sientan que su calidad de vida ha mejorado”<sup>34</sup>.

Otro de los elementos importantes dentro de la estrategia de gobierno correspondía a dar curso a una continuación en el proceso privatizador. Este proceso significaría el inicio, o en algunos casos, la culminación de la venta de cuatro empresas estatales: Lan Chile, Edelnor, Empremar, y Transcontainer.

Durante el transcurso del primer año de gobierno, otro de los hechos importantes lo constituye la presentación que hace al país el entonces Ministro de Hacienda, Señor Eduardo Aninat, del plan conocido como “Configuración Presupuestaria 1995”. Este plan iba mucho más allá de fijar las líneas presupuestarias del año 1995 – primer presupuesto del gobierno de Frei - planteando, para los próximos seis años, las prioridades e incluso, según algunos, el itinerario político de dicha administración. Las prioridades planteadas en dicho documento dejan entrever un claro centro de eje en la acción del gobierno enfocada a fomentar el desarrollo económico y la consolidación de los mercados externos.

En materia de política monetaria, el Banco Central continuaría operando de manera de controlar el proceso inflacionario, las regulaciones en materia de encaje, el nivel del tipo de cambio, etc. Durante el transcurso de ese año la política de ajuste implementada por el Banco Central significó la mantención de altas tasa de interés durante prácticamente todo el año. Esto permitió que la inflación bajara por primera vez en más de treinta años a un dígito situándose en 8,9%. Sin embargo esta medida también significó un aumento en los flujos de inversión hacia Chile lo que se tradujo en una presión al tipo de cambio el cual se situó en el piso de la banda. Esto llevó a que el Banco Central, en su intento de mantener el tipo de cambio dentro de la banda, acumulara un importante volumen de reservas internacionales. En cierta forma, el encaje, que por entonces se encontraba un 30% sobre el monto invertido, y la imposición de un requisito de permanencia mínima de un año, lograron frenar las presiones especulativas sobre el peso. No obstante, las operaciones a través de ADR’s<sup>35</sup> “secundarios” incidieron en el mercado bursátil interno, inflando la bolsa en 1994. De hecho, estas operaciones, que no

---

<sup>33</sup> Concha y Maltes (1996).

<sup>34</sup> Discurso del Sr. Luis Maira, titular del Ministerio de Planificación Nacional, durante un acto oficial en la localidad de Coihaique (1994).

representan un aumento de capital, sino más bien un cambio de propiedad de nacionales a extranjeros, eran causantes de una mayor volatilidad y de un grado mayor de incertidumbre pues, cuando los inversionistas extranjeros presentan un cambio de expectativas, estas operaciones pueden ser revertidas fácilmente, lo que impacta no sólo en las cotizaciones de los ADR's, sino también en las cotizaciones en la bolsa local de los papeles de dichas empresas (emisoras de ADR's)<sup>35</sup>.

Como resultado del ajuste implementado en 1994, se evidenció una desaceleración del crecimiento del PIB (sólo un 4% en términos per capita) y un aumento de la tasa de desempleo, a la vez que la distribución del ingreso se tornaba más regresiva (ver cuadro 17).

Todas las medidas adoptadas durante la primera mitad de la década de los noventa, mejoraron notablemente la situación económica y la imagen de Chile. De hecho, los déficit externos eran pequeños, los pasivos externos de corto plazo acotados y plenamente financiados, y el tipo de cambio se mantenía en torno a su nivel de equilibrio de largo plazo. Se logró, implementando un conjunto coherente de políticas, mantener las variables fundamentales en equilibrio, lo cual contribuye a explicar por qué cuando estalló la crisis de México en diciembre de 1994, el recorte de los flujos de capitales hacia las economías emergentes no dañó mayormente a nuestra economía.

Después del estallido de la crisis mexicana, conocida como la "Crisis del Tequila", el interés de los inversionistas extranjeros por los mercados emergentes se esfumó. Esto se tradujo en una reversión de los flujos de capital a la región. De hecho, la crisis mexicana no hizo más que poner en evidencia un conjunto de desequilibrios que escapaban de lo económica y socialmente tolerable, a cuya gestación y perpetuación contribuyó la propia política económica mexicana. Dichos desequilibrios se manifestaban en un déficit en cuenta corriente promedio para el período 1992-94 equivalente al 6,5% del producto interno bruto, un tipo de cambio real sobrevaluado significativamente y un sistema bancario que, al no contar con una regulación adecuada, incurrió en desequilibrios evidentes en lo que respecta, por ejemplo, a la alta tasa de morosidad<sup>37</sup>. Esta crisis también impactó al resto de las economías de la región. La razón de ello estriba en la reversión de los flujos de capital que antes mencionamos. Debemos señalar que para que dichas corrientes de financiamiento contribuyan al desarrollo de largo plazo y no sean canales de desestabilización se deben dar ciertas condiciones, las cuales no eran existentes en muchos países de la región. Al respecto, es importante que las entradas de capital den lugar a una mayor tasa de inversión productiva (formación bruta de capital), no distorsionen el mercado cambiario ni el crecimiento del gasto agregado, ni financien actividades especulativas como lo son los flujos de cartera y los créditos y depósitos de corto plazo. El hecho de que la Crisis del Tequila se propagara hacia Argentina es resultado de que, en ese país, ninguna de las condiciones antes señaladas se cumplían

<sup>35</sup> American Depositary Receipts (recibos de depósitos estadounidenses).

<sup>36</sup> French-Davis (2001).

<sup>37</sup> Edwards (1999).

cabalmente.

La posición de Chile era muy diferente a los casos argentino y mexicano. Esto último se debió a las medidas tomadas en los cinco años anteriores y que implicaron que cuando estalló la crisis mexicana y nuestros vecinos argentinos sufrieron el contagio, la economía chilena mostrará un alto grado de solidez. Esto se apreciaba en que los pasivos de corto plazo eran financiados plenamente con las reservas internacionales que disponía Chile, el tipo de cambio real se encontraba en un nivel acorde con la realidad chilena y la cuenta corriente presentaba un moderado déficit. Lo anterior, sumado a una cuota de suerte explicada por el mejoramiento de los términos de intercambio en 1995, permitió que el país saliera muy bien parado de la crisis.

En 1995, a pesar de que los flujos de capital al país se redujeron drásticamente, la tasa de expansión del PIB fue de un 10,6%, cifra sorprendentemente alta si se considera el escenario internacional de entonces. De hecho, mientras Chile crecía, México y Argentina sufrían una severa contracción, y experimentaban una caída del PIB per capita de 8,1% y un 4,2%, respectivamente. La capacidad productiva nacional también mostró un incremento de 8%, con una tasa de inversión, inédita en nuestra historia, equivalente al 30,6% del producto interno bruto (ver cuadro 17). La inflación siguió descendiendo, y llegó a un nivel de 8,2 por ciento. Debemos señalar que uno de los aspectos más reconocidos por teóricos y analistas es que todos estos avances se lograron sin generar desequilibrios en los precios macroeconómicos claves. Por ejemplo, el déficit en cuenta corriente alcanzó al 2,1% del PIB (nivel plenamente financiable), las cuentas fiscales exhibieron un superávit de 2,6% del PIB y la brecha entre producto efectivo y potencial siguió siendo reducida. De hecho, este último indicador mostró durante el año una sintonía completa entre el crecimiento de la demanda agregada y el aumento de la capacidad instalada. Además de los logros en materia de crecimiento y de mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos, la tasa de desempleo, luego de haber aumentado, volvió a caer, alcanzando un 7,4% (ver cuadro 17).

Como se puede apreciar, los resultados económicos de Chile en el año 1995 fueron más que aceptables. Esto generó un exceso de confianza en los inversionistas locales y extranjeros, quienes vieron en Chile un atractivo destino para realizar sus colocaciones. Inclusive, este optimismo también se encontraba al interior de algunos miembros del gobierno. Este sentimiento de inmunidad se explicaba por la fortaleza mostrada por la economía nacional durante la “crisis del tequila”. Sin embargo, el éxito experimentado por Chile para evitar el contagio de la crisis mexicana debe ser mirado cuidadosamente. Nuestro éxito no se debió a una condición de superioridad o privilegio. Muy por el contrario, la capacidad que tuvo Chile para “capear el temporal” se debió a las políticas implementadas durante los años previos al estallido de la crisis, las cuales cuidaron que el déficit en cuenta corriente se mantuviera en niveles financiados, evitaron que el tipo de cambio real se apreciara excesivamente, y vigilaron el stock de los pasivos externos más líquidos.<sup>38</sup>

Una vez reestablecidas las corrientes de inversión a la región, Chile comenzó a transformarse en uno de los destinos favoritos de los inversionistas que buscaban colocar

---

<sup>38</sup> French-Davis (2001).

capitales en mercados emergentes. Esto puede explicarse porque los resultados de la economía en 1995 fueron muy favorables a pesar del difícil contexto en el cual se encontraba la región. Además, las expectativas de apreciación del peso hacían que la rentabilidad esperada de las colocaciones chilenas fuera muy satisfactoria, a pesar de que existían ciertas trabas al ingreso de capitales especulativos como lo era el encaje de 30% y la permanencia mínima de un año. Los flujos de capitales al país mostraron una fuerte aceleración. Ante este escenario las autoridades del Banco Central tenían dos caminos posibles; mantener el encaje o aumentarlo de manera de desalentar los flujos especulativos. La decisión tomada fue favorable a una mantención de la regla de encaje. Cabe señalar que pese a esto, las autoridades reconocían un riesgo potencial ante la situación, lo que puede simbolizarse con el nuevo trato que tendrían las transacciones de ADR's secundarios, los cuales pasarían a estar afectos al encaje.

### **2.3. Desequilibrios acumulados y estallido de la crisis (1996-1998).**

Ya nos hemos referido al manejo económico de los primeros años de la concertación, período en el cual Chile logró altas tasas de crecimiento en base a un manejo coherente de las variables macroeconómicas. Debemos señalar que la afluencia de capitales a nuestro país fue significativa y que ésta se orientó principalmente al financiamiento de la inversión productiva. De hecho, el ahorro externo se comportó como un complemento del ahorro interno<sup>39</sup> y no lo sustituyó, como fue el caso durante fines de la década del setenta y principios de los ochenta (ver capítulo 2.1.2 de la primera parte). Esto significa que los flujos de capital, al utilizarse para financiar inversión productiva, no se dilapidaron en aumentos de consumo corriente o inversión cortoplacista. Sin embargo, una de las virtudes de la administración de Aylwin se constituyó, a nuestro modo de ver, en una de las falencias de la gestión de Frei, cuestión que quedaría al descubierto en el transcurso de su gobierno y de la cual aun sufrimos las consecuencias. Cabe señalar que la responsabilidad respecto a los efectos adversos que tuvo la crisis asiática en nuestro país no puede ser atribuida únicamente a la administración de Frei pues, como sabemos, por ese entonces el Banco Central ya gozaba de autonomía en cuanto a sus funciones, las cuales incluían la responsabilidad de fijar el encaje, determinar la metodología de cálculo para el tipo de cambio y fijar la política monetaria. Sin embargo, sí podemos pensar que ciertos funcionarios de gobierno tuvieron una cuota de responsabilidad política; el ministro de hacienda, por ejemplo, tenía la posibilidad de asistir a las reuniones del Banco Central, y aunque no tenía derecho a voto, podía “hacer lobby” o intentar convencer a los consejeros del Banco Central sobre la conveniencia de ciertas medidas. Cabe señalar que el ministro de Hacienda señaló públicamente sus aprensiones de tener un tipo de cambio “tan barato”, e inclusive al interior del instituto emisor existían voces que se alzaban ante la situación. Sin embargo, a estas corrientes de pensamiento les faltó fuerza para promover los cambios necesarios en la política económica.

Alrededor del segundo semestre de 1995, una vez superados los momentos de pánico en los mercados financieros internacionales, los flujos de capitales comenzaron a

<sup>39</sup> Uthoff y Titelman (1997).

retornar hacia los países latinoamericanos. En vista de los excelentes resultados obtenidos durante el año 1995 a pesar de las turbulencias derivadas del “efecto tequila”, la economía chilena se transformó en uno de los destinos favoritos para de los inversionistas extranjeros.

Esta preferencia “revelada” por nuestro país llevó a que la abundancia de divisas volviera a ejercer presiones sobre el tipo de cambio. Además, la economía nacional comenzó a mostrar signos de calentamiento hacia fines de 1995. Sin embargo, y a diferencia del período 1990-1995, las políticas implementadas fueron perdiendo fuerza, mostrándose incapaces de detener una apreciación real del peso y un desajuste de las cuentas externas en 1996-1997. Con ello, la economía chilena se adentró en la “zona de vulnerabilidad en la que lo sorprendió la crisis asiática.”<sup>40</sup>

Uno de los elementos centrales de nuestra investigación se refiere a la importancia de mantener los equilibrios macroeconómicos durante las épocas de auge y al rol que en ese sentido debe desempeñar la política económica. Con este propósito, examinaremos a continuación los cambios experimentados por la manera de hacer política económica, a fin de entender por qué dos crisis internacionales de naturaleza semejante tuvieron consecuencias tan disímiles.

Uno de los factores que se pueden identificar tiene relación con un aspecto psicosocial muy relevante en la dinámica del comportamiento económico. Nos referimos al sentimiento de inmunidad que reinaba tanto en el sector privado como en el gobierno. Cabe señalar que esta sensación de inmunidad era generalizada en todo el mundo, puesto que se creía que las crisis financieras ya no tendrían espacio en el mundo globalizado. Un clima de sobreoptimismo generalizado es un arma de doble filo, pues los estados de ánimo sociales tienen un alto componente cíclico, lo cual implica que una reversión en la percepción puede desencadenar desajustes severos en la economía real. Muchos autores se refieren a esta situación como “profecías auto cumplidas”, por cuanto basta que unos pocos inversionistas importantes dentro del mercado cambien sus expectativas para que otros los sigan<sup>41</sup>. Debemos recordar que el mercado financiero internacional presenta asimetrías de información, los agentes presentan comportamientos en manada y normalmente se aprecian altos grados de riesgo moral. El diseño de las políticas debe intentar desligar la economía real de dichos ciclos en la percepción de los agentes, ya que de no ser así, puede haber pérdidas irreversibles para la nación en términos reales, las cuales, muchas veces tienen severos costos sociales. Por lo tanto, en períodos de sobreoptimismo, es conveniente no perder de vista los fundamentos económicos ni la mirada de largo plazo que debe guiar el actuar de los encargados de la conducción económica del país<sup>42</sup>. Las autoridades deben evitar los sentimientos de inmunidad como los que por entonces existieron, y que significaron un letargo en las medidas de política tomadas entre 1996 y 1997.

---

<sup>40</sup> French Davis (2001).

<sup>41</sup> Krugman (1996), Obstfeld (1986).

<sup>42</sup> Para una muy buena exposición sobre la dinámica aquí descrita véase Krugman (1999)

Un segundo aspecto relevante, y estrechamente ligado con el anterior, es que por entonces existía la creencia de que las crisis financieras no tendrían espacio en el futuro con lo que muchos organismos internacionales, como el FMI, e incluso la mayoría de los académicos, abogaban por la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales. Este pensamiento reforzó la confianza de los inversionistas, los cuales inundaron los mercados emergentes con divisas, sobretodo aquellos que mejores resultados presentaban, como era el caso de Chile y el de los tigres asiáticos.

Por último, a partir de 1996 la política económica chilena sufrió un cambio de prioridades donde entró a predominar el objetivo antiinflacionario como prioridad en la agenda del Banco Central. Como ya señalamos, a finales de 1995 la economía chilena se encontraba sobrecalentada, lo que se expresaba en una trayectoria del gasto interno superior a la deseable. Debido a la importancia en la agenda económica que se le había asignado al control de la inflación, el Banco Central inició a fines de 1995 un ajuste a través del aumento de la tasa de instancia monetaria. Al no existir indicios de que el tipo de cambio sufriría una depreciación, el diferencial entre las tasas de interés externa e interna hacía de la economía chilena un destino atractivo para los flujos de inversión. De hecho, la continua apreciación del tipo de cambio real ocurrida entre 1995 y 1997 hizo aun más rentable la inversión extranjera. Por lo tanto no existe una sola razón para explicar la gran afluencia de capitales registrada en Chile en el bienio 1996-97.

Debemos reconocer que el ingreso masivo de capitales no era específico a este período pues, desde el inicio de la década y hasta la crisis del tequila, nuestro país también recibió una gran afluencia de divisas. Entonces, ¿qué diferencia entre ambos períodos determinó que Chile se encontrara en una zona de vulnerabilidad cuando estalló la crisis asiática?

Uno de los aspectos críticos, y muchas veces mal comprendido, es que los flujos de capital pueden adquirir distintas formas, cuestión que se vuelve fundamental a la hora de evaluar el riesgo al que está expuesta una economía. Es por esto que nosotros no compartimos la postura que aboga por un proceso de apertura financiera rápido y “sin mayores consideraciones” respecto de las características y del grado de desarrollo de cada economía. Esta forma de hacer las cosas ha demostrado exponer a las economías a mayores riesgos de contagio. Sostenemos que no sólo importa el volumen de fondos que ingresa al país, sino también el destino que se da a los nuevos recursos. En efecto, la manera cómo se canalicen los flujos determina la contribución del capital externo al crecimiento económico y, por lo tanto, la capacidad de pago que tenga el país. No prestar atención a este aspecto equivale a ignorar que existen costos de oportunidad asociados al uso del crédito externo. Podemos pensar en los movimientos de capital como préstamos que realizan extranjeros en Chile. Al igual que las colocaciones bancarias, estos flujos pueden tener distintos vencimientos, como también, ser utilizados de diversas formas. En este sentido, podemos entender las distintas formas de utilización que se les da a dichas colocaciones, como decisiones de inversión en diferentes instrumentos (inversiones de cartera, préstamos directos, compra de bonos, inversión en infraestructura, etc). Lógicamente, las diferencias entre cada una de las formas que pueden adoptar los flujos de capital, tiene distintas implicancias en la economía. Dicho de otra forma, la canalización de los flujos de capital en la economía tiene incidencias

diferentes dependiendo de la asignación que resulte de dichos recursos. Como ejemplo, podemos comparar el efecto que tiene sobre la economía nacional una inversión de cartera financiada con capitales internacionales, respecto a una inversión en infraestructura financiada también con capitales extranjeros. Suponiendo que el monto en cuestión es igual, los efectos que podrían tener sobre la economía nacional son muy diferentes ya que, mientras la inversión en cartera representa un cambio de propiedad, la inversión en infraestructura representa la creación de algo nuevo (por ejemplo una carretera aumenta nuestra capacidad productiva). Este tipo de inversión es el que llamamos inversión productiva, pues genera un aumento del PIB potencial.

Las decisiones de inversión son exclusivas de cada agente. Sin embargo, esto no quiere decir que las autoridades no puedan crear un clima más favorable a cierto tipo de operaciones. De hecho, existen ciertos instrumentos de política como lo son el encaje y las restricciones a los movimientos de capital que pueden incidir tanto en el monto como en la composición de dichos flujos.<sup>43</sup> En este sentido, la experiencia chilena para alterar la composición y vencimiento de los flujos de capital en los comienzos de la década es un muy buen ejemplo de cómo determinadas políticas pueden contribuir a generar un ambiente macroeconómico propicio para el crecimiento y el desarrollo de la nación aislando en parte a la economía de los ciclos del mercado financiero internacional. Sin embargo, y a pesar del enorme volumen de fondos que ingresó a nuestro país entre los años 1996 y 1997 (8% del PIB aproximadamente), no se tomaron medidas adicionales. Vale decir, el encaje se mantuvo en una tasa de 30% con una permanencia mínima de un año plazo. Debemos recordar que por entonces, y como ya señalamos, reinaba en Chile un sentimiento de invulnerabilidad y sumado a esto, muchas corrientes intelectuales pensaban que las crisis financieras no tendrían cabida en el futuro. Esta puede ser una de las explicaciones de por qué no se actuó con más fuerza para evitar la generación de desequilibrios asociada al mayor ingreso de capitales. Otra explicación, normalmente escuchada, es que si el déficit en cuenta corriente forma parte de transacciones entre privados, vale decir, en un contexto de superávit fiscal, y además el país tiene altas tasas de inversión en relación a su PIB, entonces dichos déficits no importan tanto ya que la mayor tasa de inversión servirá para financiarlos en el mediano plazo<sup>44</sup>. A la luz de los antecedentes, podemos pensar que esta idea también rondaba entre los personeros del Banco Central, pues Chile logró entre 1996 y 1997 tasas de inversión históricas, las cuales representaban aproximadamente un 31% del PIB.

La gran afluencia de capitales experimentada por Chile en el bienio 1996-97 condujo que la economía nacional mostrara preocupantes signos de desequilibrios, los cuales incluían una apreciación cambiaria real de 15% y un déficit en cuenta corriente equivalente al 5,1% del producto interno bruto (ver cuadro 17).

Hay quienes sindicaron a la política fiscal seguida entre 1996 y 1997 como responsable del posterior desequilibrio que evidenciaron las cuentas nacionales. Sin embargo, estas

---

<sup>43</sup> Chumacero, Labán y Larraín (1997).

<sup>44</sup> Este argumento pierde relevancia con el estallido de la crisis asiática pues en estos países los niveles de inversión eran de los más altos del mundo.

afirmaciones distan mucho de la realidad ya que el exceso de demanda agregada correspondió a gastos del sector privado y fue financiado con las entradas netas de capital. Al contrario, el gasto fiscal fue financiado con ingresos propios, en un contexto donde la tasa de ahorro del sector público fue la mayor hasta entonces registrada. Además, el tamaño del gasto público como porcentaje del PIB es sólo de 20% comparado con el 80% que representa el sector privado por lo que es difícil pensar que el gran desequilibrio fue producido por un gasto público excesivo. Sin embargo, sí podemos sostener que bajo un enfoque contracíclico hubiese sido apropiado disminuir el gasto público o aumentar la recaudación tributaria. Esto último se debe a que la economía nacional mostraba signos de sobrecalentamiento que se traducían en importantes déficit en cuenta corriente, por lo que una pequeña baja en el gasto público habría entregado un poco más de margen de acción a las autoridades en caso de turbulencia.

El déficit en cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio que experimentó la economía nacional durante el período 1996-97, significaron que cuando se desató la crisis asiática, la economía nacional no se encontrara en buen pie para enfrentar las turbulencias derivadas de dicho colapso. Esto último significó que la crisis asiática tuviera efectos reales sobre la economía nacional, los cuales se transmitieron a través de un deterioro en los términos de intercambio y de un empeoramiento en las condiciones del mercado financiero internacional.

## 2.4. Crisis y ajuste macroeconómico.

Varios son los factores que incidieron en el estallido de la crisis asiática, siendo difícil poder identificar una causa predominante. Es importante notar que los cinco países <sup>45</sup> del sudeste asiático que sufrieron fuertes colapsos económicos habían tenido un crecimiento sostenido y permanente por más de tres décadas con tasas de inversión muy elevadas. Lo paradójico del colapso de los “tigres asiáticos” es que sus economías eran sindicadas por analistas y académicos como modelos de desarrollo a imitar, discurso permanente y escuchado hasta el mismo amanecer de la crisis. Como dijimos, existen muchas razones para explicar la abrupta caída de estos países, sin embargo no todas tienen igual fuerza en sus argumentos. El hecho es que los países en cuestión no presentaban grandes déficit fiscales, ni procesos inflacionarios que pusieran en riesgo la estabilidad de sus economías. Una de las explicaciones más convincentes indica que un proceso de liberalización financiera indiscriminado, iniciado en la década de los noventa, no fue acompañado de políticas prudenciales ni de una normativa que regulase las operaciones de la banca. Fue de esta forma que comenzó a gestarse una serie de desequilibrios importantes, como por ejemplo altos déficits en cuenta corriente y atraso de los tipos de cambios.

La devaluación del baht <sup>46</sup> tailandés, en Julio de 1997, y las dificultades financieras de Corea del Sur en noviembre del mismo año, marcaron el inicio de la crisis, la cual

<sup>45</sup> Los cinco países a los que nos referimos son Malasia, Indonesia, Tailandia, Corea del Sur y Filipinas.

<sup>46</sup> Moneda Tailandesa.

prontamente se extendió a la mayoría de los países del sudeste asiático. La generalización de la crisis se produjo cuando los demás países de la región, en forma casi inmediata, implementaron medidas cambiarias para evitar la pérdida de sus reservas internacionales pues, como dijimos, estos mostraban grandes déficits en la cuenta corriente. Las autoridades de Filipinas e Indonesia ampliaron la banda de flotación de sus monedas, mientras que en el caso de Malasia se implementó un sistema de tipo de cambio flotante. Corea retrasó la devaluación de su moneda hasta finales del año, generando la pérdida de casi un tercio del stock de reservas internacionales de ese país.

El estallido de la crisis derivó en un aumento de la incertidumbre financiera mundial, pues estos países eran considerados modelos de buenas políticas y sin embargo sucumbieron. Debido a este cambio en las expectativas y a las particularidades del mercado financiero mundial <sup>47</sup>, los flujos financieros hacia las economías emergentes sufrieron una reversión ya que los inversionistas prefirieron refugiarse en economías más seguras. El escenario económico para los países en desarrollo sufrió un deterioro aun mayor al caer los precios de los productos básicos <sup>48</sup>. Estos dos fenómenos determinaron que las consecuencias de este episodio se extendieran al resto de las economías emergentes.

El contagio de la crisis asiática a la economía nacional llegó por los dos canales antes señalados, el comercial y el financiero, contribuyendo ambos a la caída de la demanda interna. En efecto, la crisis asiática significó una brusca disminución en la disponibilidad de financiamiento externo para la economía chilena al tiempo que el costo de éste se incrementó marcadamente. Así, por ejemplo, las entradas de capitales cayeron desde el 8% del PIB registrado en 1996 y 1997 a un valor negativo equivalente a un 0,9% del producto interno bruto en 1999 (Cuadro 17). Por su parte, los spreads o recargos sobre las tasas de referencia que afectaban a los bonos emitidos por empresas chilenas, se incrementaron desde poco más de 100 puntos base a inicios de 1997 a 300 puntos base en 1998. Por último, las expectativas respecto de la evolución futura del valor del peso chileno sufrieron un fuerte cambio, lo que determinó la interrupción de la tendencia “desequilibradora” vivida desde 1996 y que había implicado una apreciación del peso del orden de 15%. Este fuerte aumento del valor real de nuestra moneda se revirtió parcialmente en 1998 y 1999 con una depreciación real que alcanzó el 9%, reflejo de la pérdida de valor de nuestra moneda respecto del dólar americano.

El deterioro de las condiciones de financiamiento externo hizo imposible que el déficit de cuenta corriente generado durante el período 1996-1997 pudiese ser financiado. Por el contrario, al verse enfrentado a una devaluación del tipo de cambio en un contexto donde el financiamiento externo se hizo restringido y caro, el sector privado debió realizar un fuerte ajuste del gasto, lo que determinó posteriormente una caída del producto y del empleo. Esa fuerte respuesta del gasto privado no tuvo tanto que ver con el tamaño del choque externo como con las condiciones iniciales y la vulnerabilidad que ellas

---

<sup>47</sup> El modelo de mercado presenta graves falencias cuando se trata de bienes de carácter financiero pues existen problemas de asimetrías de información, efectos manada, riesgo moral, entre otros (Aizenman 2000, Ffrench-Davis y Ocampo 2001).

<sup>48</sup> Commodities.

representaban. Previo al contagio de la crisis asiática, la expansión del gasto interno había llevado a un déficit en cuenta corriente a niveles elevados los cuales probaron ser excesivos, además, las condiciones favorables para el financiamiento externo indujeron a muchas empresas a endeudarse en monedas extranjeras. Esto significó que la economía nacional no se encontrara en buen pie para sobrellevar las turbulencias generadas por la crisis. En 1997, el déficit de cuenta corriente medido a precios internacionales de tendencia, esto es corrigiendo por desvíos en los términos de intercambio respecto de su tendencia, se empujó a más de un 6% del PIB, mientras que el déficit efectivo alcanzaba a 5,7% del producto (Cuadro 17).

Como ya señalamos, el segundo elemento que dificultó aun más la posición chilena fue el deterioro de los términos de intercambio y la disminución de la demanda por nuestras exportaciones, consecuencia de la desaceleración en la tasa de expansión del PIB de nuestros principales socios comerciales<sup>49</sup>. El volumen exportado cayó, entre 1996 y 1998, desde un 11,8% a un 5,9% del producto interno bruto. La caída de los términos de intercambio, al disminuir el ingreso nacional corriente, determinó una contracción de la demanda interna.

La reducción del gasto interno en consumo e inversión registrado a partir de mediados de 1998 fue mucho más allá de lo que se podía esperar de una pérdida transitoria del ingreso derivada del deterioro de los términos de intercambio y de la caída de la demanda por nuestras exportaciones. La demanda agregada interna pasó de crecer a tasas de dos dígitos en 1997 a disminuir un 10% real en 1999. De ello se puede inferir que el shock externo se transmitió al sector interno, restándole dinamismo y ahogándolo.

Las turbulencias enfrentadas por la economía nacional a partir del estallido de la crisis asiática exigieron realizar ciertos ajustes en la política económica. Debemos señalar que el nivel del ajuste requerido por la economía nacional no se explicaba simplemente por un cambio en el escenario internacional, ya que los desequilibrios acumulados en el bienio 1996-97 condicionaban la severidad de dicha corrección. La economía chilena comenzó a mostrar signos de sobrecalentamiento hacia finales de 1995 por lo que el Banco Central consideró necesario adecuar la trayectoria del gasto interno para prevenir un aumento en la tasa de inflación. El instrumento escogido para lograr dicho objetivo consistió en un aumento de la tasa de instancia monetaria, lo que convirtió a la economía nacional en un destino aun más atractivo para los inversionistas extranjeros. De esta forma, entre 1996 y 1997 se produjo una entrada masiva de capitales, la cual sirvió para alimentar el déficit en cuenta corriente de estos períodos. En Septiembre de 1997, el instituto emisor, al considerar que el ajuste iniciado en 1996 había dado resultado, relajó la oferta monetaria reduciendo la tasa de interés de UF+6,75% a UF+6,5%. En efecto, las estadísticas de la época señalaban que en el primer semestre de 1997 el gasto no sólo crecía menos que el producto, sino que se había desacelerado de 9% en 1996 a 5,5%. Debemos destacar que la información oficial disponible en ese momento no reflejaba la fuerte aceleración que la entrada de capitales experimentó a partir del segundo semestre de 1997, y que contribuyó a que el gasto se acelerara en el segundo semestre para

<sup>49</sup> La tasa de expansión del PIB de nuestros mayores socios comerciales alcanzó en 1996 un 3,9% mientras que en 1998 alcanzó sólo un 1,5%.

alcanzar un crecimiento de más de 12% anual. A comienzos de 1998, el desequilibrio externo era evidente y la reducción del gasto se presentaba como inevitable.

La receta clásica para ajustar un desequilibrio externo es una reducción del gasto y una reasignación de recursos desde los sectores productivos no transables hacia los transables. Sin embargo, el Banco Central disponía de un margen de maniobra limitado para fomentar dicha reasignación ya que la economía nacional se encontraba cercana al pleno empleo y, por lo tanto, cualquier devaluación en el tipo de cambio se habría traspasado rápidamente a precios, poniendo en riesgo la meta de inflación<sup>50</sup>. Es cierto que el tipo de cambio nominal se elevó durante la crisis, pero el tipo de cambio real efectivo recién recuperó su nivel medio de 1997 en noviembre de 1998 (grafico 6), casi 18 meses después de iniciada la crisis. Esto se explica por la defensa que realizó el Banco Central del precio de la divisa. Debemos recordar que la determinación del tipo de cambio estaba acotada por bandas cambiarias por lo que el instituto emisor era responsable de proveer liquidez al mercado de manera de mantenerlo dentro de dichas bandas. De hecho, en 1998 se vendieron 2.000 millones de dólares en reservas para defender el tipo de cambio (la mitad a principios de 1998, la otra mitad en agosto y septiembre). Si bien era probable, como señaló el Banco Central, que una devaluación significativa a principios de 1998 se traspasara rápidamente a precios, no era este el caso en agosto y septiembre. La defensa del tipo de cambio se justificaba, ya no por el posible impacto inflacionario de una devaluación importante, pues el gasto ya se estaba desacelerando fuertemente, sino por la incertidumbre reinante en los mercados internacionales después de la moratoria Rusa y de la quiebra del Long Term Capital Management Hedge Fund. Se temía que estos factores podrían convertir una "mini" devaluación en una crisis de confianza y en una corrida contra el peso. Si bien este temor era comprensible, parece algo exagerado ya que menos del 5% de la deuda externa chilena era de corto plazo, mientras que sus reservas internacionales eran 10 veces ese monto. Más aún, buena parte de la salida de capital de cartera que se produciría en 1998 era fácilmente controlable por el Banco Central debido a que fue efectuada por las AFP's.

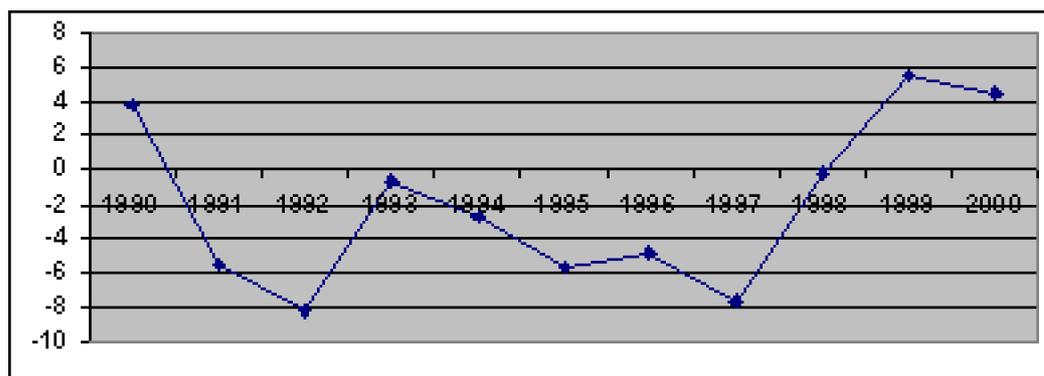


Gráfico 6. Tipo de Cambio Real 1990-2000. (Variación porcentual en doce meses)

Fuente: Banco Central de Chile, Indicadores Económicos y Sociales 1960-2000.

De esta forma el ajuste tuvo que concentrarse en la reducción del gasto. En Enero de

<sup>50</sup> Corbo (2001).

1998 el Banco Central elevó la tasa de instancia monetaria de UF+6,5% a UF+7,0%. Como la respuesta en el gasto interno fue marginal, la tasa de interés continuó elevándose hasta situarse en un nivel pick de UF+12%. Debemos señalar que este nivel en la tasa de interés fue inusualmente elevado y se mantuvo por un tiempo prolongado. Como consecuencia de ello, así como de la venta de US\$ 2.000 millones en reservas para defender el tipo de cambio, la cantidad de dinero (M1A) cayó 8% en términos nominales en 1998. Una reducción monetaria de esa magnitud no podía sino tener un efecto contractivo significativo sobre el nivel de producción. De hecho, tan fuerte fue el ajuste en gasto que recién en Julio de 1999 la cantidad de dinero nominal superó el nivel que presentaba doce meses atrás. A nuestro juicio, se cometió un error, pues hubiese sido adecuado que una vez superado el clima de incertidumbre reinante en agosto-octubre de 1998, el Banco Central entrara con fuerza a comprar dólares para inyectar dinero, elevando el tipo de cambio y dando así un impulso a la economía.

En materia fiscal, durante 1998 se recortó el gasto del gobierno central (respecto a lo presupuestado), aunque de todas maneras éste creció bastante por encima del crecimiento del producto (5% versus 3,4%). Sin embargo se debe matizar dicho suceso ya que el crecimiento del gasto público de 1998 sí se ajustó al crecimiento del PIB proyectado por el Banco Central en su informe al Senado en septiembre de 1998, el cual se situaba en 5,5%. A nuestro juicio los recortes fiscales de 1998 se hicieron con cierto rezago, ya que se concentraron en el segundo semestre del año, acentuando la estrepitosa caída en el gasto privado en la segunda mitad del año 1998 y en la primera de 1999.

Como consecuencia de la severa crisis económica, en 1999 el producto efectivo se contrajo más de un uno por ciento. No obstante, la inversión durante el bienio 1998-99 continuó mostrando tasas mayores a 30%, lo cual se explica por la naturaleza de gran parte de los proyectos de inversión, los cuales son difícilmente postergables una vez iniciados. De esta manera, la brecha PIB potencial/PIB efectivo aumentó significativamente (ver gráfico 7). Post crisis asiática, la realidad económica de nuestro país se ha caracterizado por una mayor volatilidad del crecimiento y un notorio descenso de las tasas de inversión, lo cual ha incidido negativamente en la percepción que algunos agentes tienen de nuestra economía.

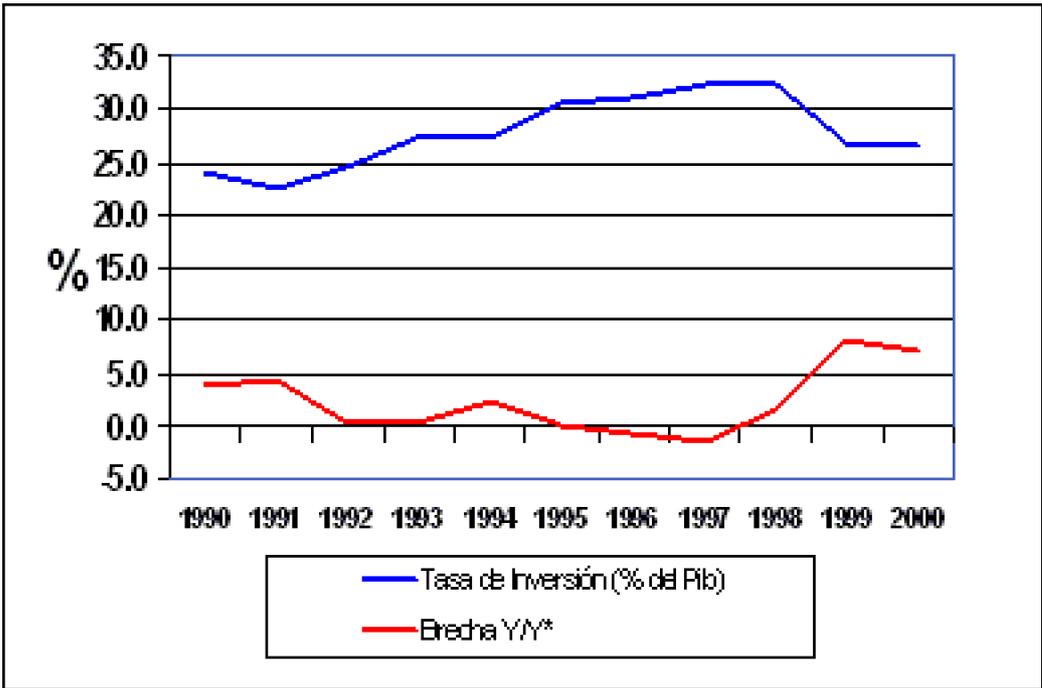


Gráfico 7. Brecha Y/Y\* y Tasa de Inversión. 1990-2000

En base a filas 3 y 5 del Cuadro 17.

## IV COSTOS SOCIALES DE LA CRISIS (Los ciclos recesivos tienden a ser regresivos)

Las crisis económicas suelen tener un efecto negativo sobre los indicadores macrosociales; el aumento del porcentaje y severidad de la pobreza y el deterioro de la distribución del ingreso han sido siempre fenómenos que tienden a agudizarse en los períodos de contracción económica. Esto es particularmente cierto en países que no cuentan con redes y programas de protección social.

Habiendo hasta ahora centrado nuestro análisis en los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los períodos previos al desencadenamiento de las dos crisis estudiadas, en este capítulo nos concentraremos en los efectos que estos episodios tuvieron sobre el empleo, los salarios reales y la distribución del ingreso.

### 1. Efectos sobre el empleo.

Entre los determinantes claves del bienestar de los individuos, quizá el más importante sea el hecho de estar o no empleado. El empleo no sólo otorga un flujo monetario cierto

que permite financiar la satisfacción de las necesidades básicas, sino que además de él dependen otros aspectos cualitativos que inciden en la calidad de vida de las personas. Por ejemplo, algunos estudios psicológicos concluyen que el desempleo es una de las principales causas de stress y frustración. Desde una perspectiva más global, el aumento de la tasa de desocupación afecta el bienestar social, y por lo tanto su superación constituye una tarea nacional. El siglo veinte ha sido testigo de cómo situaciones de desempleo alto y prolongado pueden llegar a constituir un factor desestabilizador de los sistemas sociales e incluso llegar a poner en jaque la estabilidad política de los países. Además, existen diversos estudios que señalan que los desempleados pierden destrezas (capital humano), lo cual socava la capacidad productiva potencial del país<sup>51</sup>.

En materia de resultados, la desocupación fue quizá el aspecto más "destacado" de la política económica durante el régimen militar. Tanto fue así, que el gobierno debió crear un conjunto de programas laborales de emergencia y mantenerlos en funcionamiento por varios años. El Programa de Empleo Mínimo (PEM), creado durante la crisis económica de 1975, y el Programa Ocupacional para Jefes de Hogar (POJH), creado en Septiembre de 1982 cuando el desempleo se empinaba a niveles alarmantes, fueron los dos más importantes, de un total de doce<sup>52</sup>, en términos del número de adscritos y del costo que supusieron para el estado<sup>53</sup>. En este trabajo hemos optado por incluir dentro de las cifras de desocupación a la población adscrita al PEM y al POJH. Lo anterior por tres razones: primero, porque ambos programas constituyen una respuesta exógena a un problema de desempleo ya existente; segundo, porque el nivel de remuneraciones que otorgaban era tan bajo que, desde un punto de vista estrictamente técnico, sería imposible considerar a sus beneficiarios como ocupados (ver cuadro 11); y tercero, porque el bajo nivel de productividad pone en duda el aporte real que ese mayor "empleo" pudo realizar al crecimiento económico y revela más bien su carácter de política asistencial a los desempleados.

### **Cuadro 11. Ingresos mensuales proporcionados por los programas de empleo. (en pesos)**

<sup>51</sup> Lustig (1999)

<sup>52</sup> A partir de 1983 se implementaron ocho programas adicionales, a los cuales no hacemos mención en este trabajo. Ortega y Tironi (1988) se refieren al funcionamiento, cobertura y costo fiscal de cada uno de estos programas.

<sup>53</sup> En Diciembre de 1986 el PEM y el POJH absorbían al 28% y 49% del total de adscritos a los programas de emergencia, respectivamente. Ambos programas representaban un 78% del presupuesto público destinado a los programas de emergencia. Véase Ortega y Tironi (1988).

#### IV COSTOS SOCIALES DE LA CRISIS (Los ciclos recesivos tienden a ser regresivos)

Año	Nominal		Real (h)		% del Ingreso Mínimo	
	PEM	POJH (a)	PEM	POJH (a)	PEM	POJH
1975	152		3966		83	
1976	461		4007		82	
1977	704		2857		55	
1978	834		2259		37	
1979	992		1967		33	
1980	1275		1871		31	
1981	1300		1954		27	
1982	1650	4000	1840	4000	32	77
1983	2000	4000	1753	3506	38	75
1984	2000	4000	1462	2925	37	73

Fuente: Jádresic (1985) (a) El POJH tiene niveles de ingreso, pero aquí se considera el mínimo, puesto que es el que percibe la mayoría de los adscritos. (b) en pesos del IV trimestre de 1982, deflactado por el IPC corregido (hasta 1978) y por el IPC oficial (1979-84)

El gráfico 8, que muestra la evolución del desempleo en el Gran Santiago, es bastante ilustrador del efecto que las recesiones tuvieron sobre el nivel de empleo en el período del gobierno militar. Como puede observarse, el incremento de la tasa de desocupación durante las fases recesivas (1974-76 y 1981-83), además de ser dramático, se dio en un tiempo muy corto, mientras que la mejora del empleo en las fases de recuperación (no confundir recuperación con crecimiento) fue más bien lenta. En términos técnicos, la elasticidad empleo producto pareciera haber sido mayor en las fases contractivas que en las expansivas<sup>54</sup>.

Para el período 1974-81, el mismo gráfico muestra una tasa de desempleo promedio equivalente a un 16.9 por ciento de la fuerza de trabajo, un nivel sorprendentemente elevado si se le compara con el seis por ciento de los años sesenta y con el 4.7% del período 1970-73<sup>55</sup>. Post 1981, el aumento de la desocupación se tornó dramático, alcanzando en 1983 a un 31.3% de la fuerza de trabajo<sup>56</sup>. Posteriormente, el empleo comenzó a recuperarse, aunque a un ritmo bastante más lento y aun en 1989 la desocupación se empinaba a un nivel cercano al 8%.

<sup>54</sup> Todos los estudios de la situación ocupacional durante el gobierno militar describen el mismo panorama, con diferencias en magnitud pero no en las tendencias. Ver Jádresic (1985) y Meller (1984).

<sup>55</sup> French-Davis (2001) Cuadro 1.2.

<sup>56</sup> Meller (1984) estima un 29.9% de desempleo para 1983. La diferencia radica en que este autor excluye a aquellas personas que estando adscritas a los programas laborales de emergencia se declaran inactivas. En todo caso, las diferencias son mínimas, y no alteran las conclusiones principales.

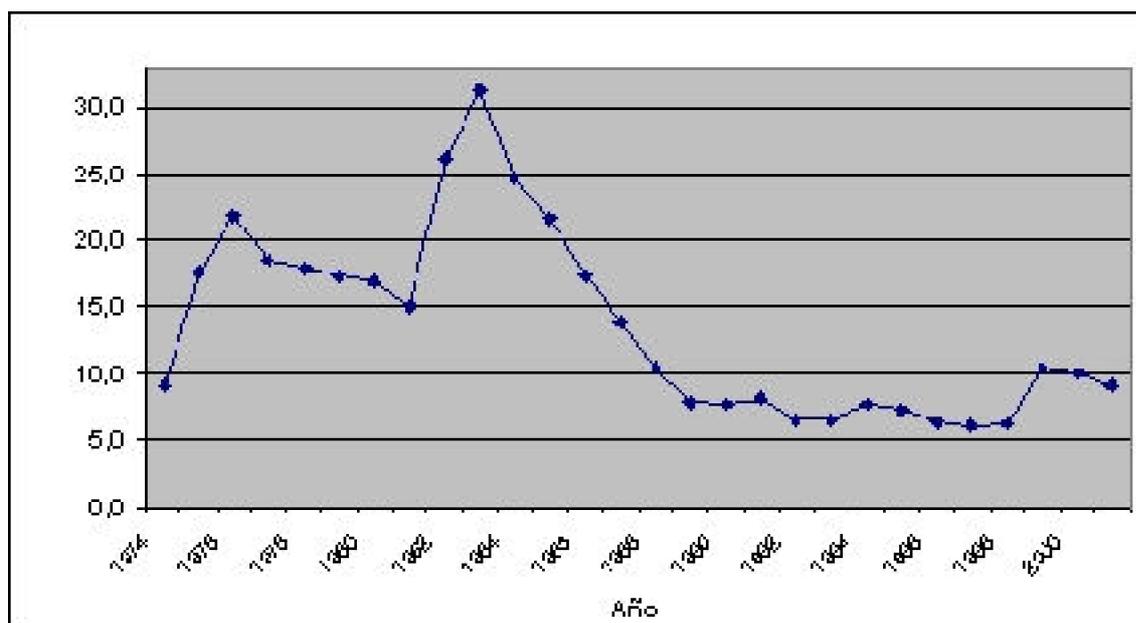


Gráfico 8. Evolución de la tasa de desempleo\* (1974-2001). (% de la fuerza laboral)

Fuente: Mizala y Romaguera (2001). \* incluye los programas de empleo de emergencia.

Similarmente, la crisis asiática tuvo impactos significativos sobre el nivel de empleo. Se debe reconocer, sin embargo, que en comparación con las décadas anteriores esta variable nunca llegó a presentar deterioros tan graves. En el período previo, a la llegada del contagio la crisis asiática, inclusive se observó una disminución del desempleo (Cuadro 17). De hecho, entre los años 1995 y 1998 este indicador pasó de 7,3% a 6,2% de la fuerza laboral. Sin embargo la severa contracción de la actividad en 1999 elevó la tasa de desempleo a un 10,5 por ciento de la fuerza laboral. Como ya señalamos, la velocidad de recuperación de puestos de trabajo es mucho más lenta que la velocidad de destrucción de estos. Este fenómeno también se puede apreciar en los años posteriores a la crisis asiática pues la tasa de desempleo para el año 2000 y 2001 continuó mostrando índices muy altos (10% y 9.2% de la fuerza laboral, respectivamente). Al igual que en el régimen militar, el gobierno se vio en la necesidad de implementar un conjunto de programas laborales de emergencia, a fin de paliar la situación de los desempleados, ya que el país no contaba con una red social que cumpliera tal función.

Cuando una economía presenta tasas de desempleo elevadas por largo tiempo, la atención de nuestra profesión debe orientarse a distinguir entre factores estructurales y cíclicos. Sin embargo, tal distinción no es en absoluto trivial, puesto que el comportamiento de otras variables determina a su vez el carácter de la desocupación. Así, si la inversión exhibe niveles deficientes por un lapso prolongado de tiempo, parte del desempleo generado durante el ciclo se convierte en estructural, lo cual dificulta aun más su superación.

Un análisis serio del aumento que registra la desocupación durante los ciclos recesivos que han tenido lugar durante las tres últimas décadas debe considerar el punto anterior. De hecho, tras la crisis del petróleo y del cobre de 1975, en que el producto cayó

un 16%, el desempleo aumentó fuertemente y mantuvo niveles altísimos, aun una vez iniciada la recuperación en la segunda mitad de la década, y este mismo fenómeno se ha observado tras la crisis asiática. ¿Por qué una vez que tales contingencias han sido superadas y la actividad comienza a recuperarse el desempleo no cede? Sencillamente porque desde un punto de vista dinámico el *caeteris paribus* no existe. En otras palabras, solamente si "todo lo demás se mantuviera constante" la elasticidad empleo producto sería la misma en el ciclo recesivo que en el expansivo, pero en la realidad el aumento de la brecha entre producto efectivo y potencial que se observa durante los períodos recesivos tiene consecuencias negativas sobre el nivel de inversión en la fase de recuperación (ver cuadro 17), lo cual afecta la capacidad que tiene la economía para generar empleos. Además, en un período de turbulencia macroeconómica y ajuste estructural, se produce un cambio en la morfología del sector productivo. En otras palabras, existe un grupo ganador y otro perdedor y la evidencia sugiere que los sectores que históricamente han generado el mayor empleo se han encontrado en el segundo grupo<sup>57</sup>.

El comportamiento de la inversión en ambos períodos presenta diferencias importantes y por lo tanto la incidencia de esta variable sobre el aumento del desempleo durante las dos crisis ha sido sin duda distinta. Así, por ejemplo, durante el período 1974-81 la caída de la inversión no sólo respondió al aumento de la brecha entre el producto potencial y el efectivo sino además a las reformas implementadas por el gobierno militar, las cuales dieron señales equivocadas al sector productivo (French-Davis y Tapia 2001), creando así las condiciones para que se iniciara un período en que la tónica fue un nivel de desocupación elevado. Durante la década de los noventa, en cambio, el manejo macroeconómico contribuyó a crear un clima propicio para la inversión, la cual exhibió niveles más que satisfactorios, y ésta sólo cayó en respuesta al aumento que tras la crisis asiática experimentó la brecha entre capacidad productiva y producto efectivo.

## 2. Efectos sobre los salarios reales

La caída observada en el empleo tras la crisis de la deuda fue acompañada por un deterioro de las remuneraciones reales y del salario mínimo. Tal como muestra el cuadro 12, a partir de 1982 ambas variables experimentan una caída. El salario real comienza a recuperarse en 1986, mientras que el salario mínimo lo hace recién dos años más tarde. ¿Qué factores explican estos cambios? Un primer argumento destaca los cambios introducidos en el sistema de determinación de los salarios nominales. Desde 1979, el reajuste oficial de las remuneraciones se hizo en función de la inflación pasada, lo cual en un contexto de inflación descendente favoreció la recuperación de los salarios. Está

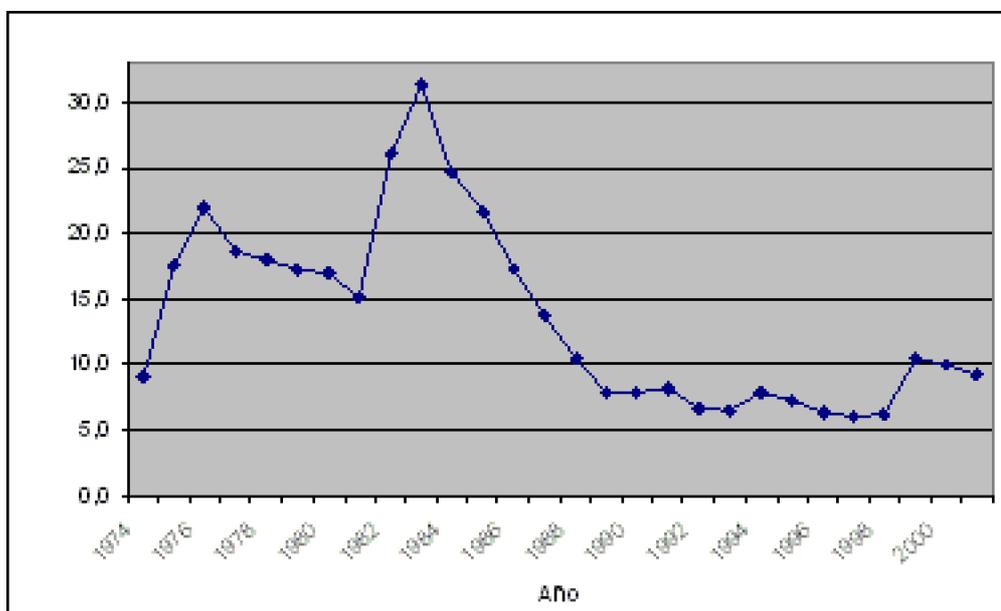
---

<sup>57</sup> Por ejemplo, durante el período 1974-81 los sectores más dinámicos resultaron ser aquellos menos intensivos en mano de obra (Meller 1990). Un fenómeno similar tuvo lugar durante la crisis asiática, cuando la construcción y otros sectores intensivos en mano de obra cayeron más que el promedio.

práctica fue eliminada en 1982, lo cual contribuye a explicar por qué las remuneraciones reales cayeron. Un segundo argumento señala las políticas gubernamentales que, a partir de 1982, se orientaron a deprimir el salario mínimo y los sueldos del sector público (Mizala y Romaguera 2001). Un tercer argumento señala que las devaluaciones decretadas a partir de Junio de 1982 afectaron negativamente los salarios reales (Véase Arellano 1988).

Para el período posterior a la crisis asiática, ni el salario real ni el mínimo experimentaron un deterioro. Por el contrario, ambas variables han mantenido una tendencia al alza, aunque el incremento porcentual del salario real fue, a partir de 1997, cada vez menor (Cuadro 12).

¿Por qué los salarios han respondido de tan distinta forma a ambos episodios? Una primera explicación es que, en comparación a la crisis de la deuda, la crisis asiática no afectó con tanta dureza a nuestra economía, en términos de caída del producto y del empleo. Sin embargo, creemos que esta explicación tendría más validez en mercados perfectamente flexibles, en los cuales el vínculo producto-empleo-salarios es muy claro. Proponemos una segunda explicación, referida a los cambios experimentados por los sistemas de determinación de salarios. En efecto, si bien hoy los salarios están en gran medida vinculados a las condiciones de mercado, existe un conjunto de normas reguladoras del mercado laboral que garantizan un reajuste de los salarios de acuerdo a la inflación, un nivel de salario mínimo, y un poder de negociación a los trabajadores. Los gobiernos democráticos han cuidado celosamente que tales aspectos se cumplan, aun durante los años de desaceleración económica, lo cual marca una diferencia con el comportamiento de las autoridades durante la crisis de la deuda.



Cuadro 12. Salario real y salario mínimo 1978-2000. (Base=1993)

Fuente: Mizala y Romaguera (2001)

### 3. Efectos sobre la Distribución del Ingreso.

En este apartado, realizamos un análisis de los cambios experimentados por la distribución primaria de ingresos <sup>58</sup>.

De los gráficos 9 y 10 se pueden extraer tres conclusiones interesantes. Primero, se observa que durante treinta años la desigualdad de ingresos ha sido un rasgo característico de nuestro desarrollo (el índice de gini ha fluctuado dentro de un rango acotado entre 0.45 y 0.60, en tanto que la razón de quintiles lo ha hecho en un rango que va de 11.1 a 24.5 veces). Segundo, la desigualdad parece aumentar muy rápido en períodos de inestabilidad y ser muy rígida a la baja una vez superadas tales contingencias. Ambos gráficos muestran que una vez que la distribución empeora toma mucho tiempo mejorarla – como en todo, es más fácil destruir que construir -. Tercero, la recesión de principios de los ochenta marcó el inicio de un período de crecimiento sostenido de la desigualdad, la cual llega a su nivel máximo en 1987, medida ya sea por el coeficiente de gini o por la razón de quintiles. La desigualdad, aunque moderadamente, también aumentó en los años correspondientes a la crisis asiática.

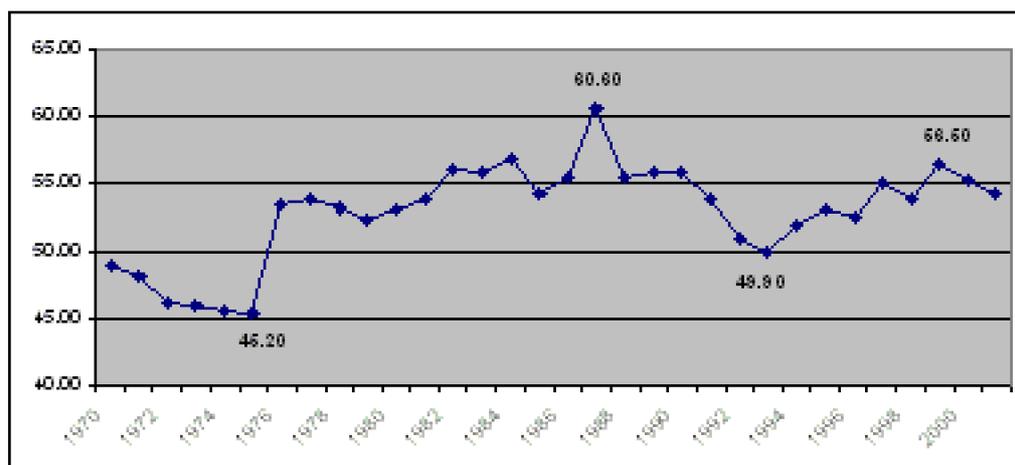


Gráfico 9. Distribución del ingreso en el Gran Santiago 1970-2001. (Coeficiente de Gini)

Fuente: Universidad de Chile Encuesta de Ocupación y Desocupación.

Notas: (1) La unidad de análisis corresponde al ingreso per capita de los hogares.

(2) Corresponde a la serie corregida por subdeclaración de ingresos.

<sup>58</sup> La distribución primaria considera el pago que reciben los dueños de los factores que participan en el proceso productivo (capital y trabajo). La distribución secundaria incorpora además las transferencias que realiza el sector público (programas de impuesto y gasto público social).

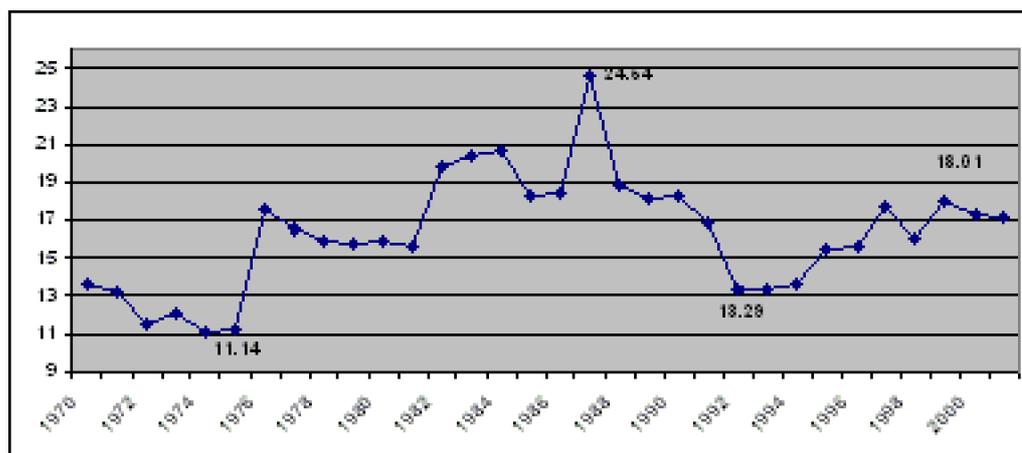


Gráfico 10. Distribución del ingreso en el Gran Santiago 1970-2001. (Razón de quintiles) <sup>59</sup>

Fuente: Universidad de Chile Encuesta de Ocupación y Desocupación.

Notas: (1) La unidad de análisis corresponde al ingreso per capita de los hogares. (2) Corresponde a la serie corregida por subdeclaración de ingresos.

Siguiendo el enfoque de otros autores, identificaremos como determinantes próximos de la distribución de ingresos a los siguientes: la tasa de desocupación, y el salario relativo entre trabajadores calificados y no calificados <sup>60</sup>.

### 3.1 Efectos de la mayor desocupación sobre la distribución del ingreso.

Desde el punto de vista distributivo, lo importante es saber cómo el problema del desempleo ha afectado a los distintos estratos de ingreso. La explicación a lo anterior resulta obvia: para que el aumento del desempleo sea regresivo (deterioro de la distribución de ingresos) éste debe concentrarse en los grupos de menores ingresos. Para analizar esto, debemos conocer la distribución de los ingresos laborales en los períodos pre y post crisis.

Los datos para el período 1981-83 han sido obtenidos de la Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile. Si bien la cobertura de esta fuente de información se limita a la Región Metropolitana, creemos que un análisis de la situación a nivel nacional, al menos en lo que a las variables examinadas respecta, no debiera arrojar resultados muy distintos. <sup>61</sup> El siguiente cuadro resume la incidencia del mayor

<sup>59</sup> Este indicador mide la razón entre el ingreso del quintil más rico y aquel del quintil más pobre (o por cuánto habría que multiplicar el ingreso del quintil más pobre para que igualara al del quintil más rico).

<sup>60</sup> Larrañaga (2001) encuentra que el salario relativo y la tasa de desocupación tienen efectos negativos estadísticamente significativos sobre la desigualdad (medida por el índice de gini o por la razón de quintiles)

<sup>61</sup> Si se examinan los estudios hechos con datos del INE, la hipótesis de regresividad no se altera.

#### IV COSTOS SOCIALES DE LA CRISIS (Los ciclos recesivos tienden a ser regresivos)

desempleo sobre los distintos quintiles de la distribución de ingresos. Es evidente que la distribución de los costos asociados a la mayor desocupación ha sido bastante desigual y sesgada hacia los estratos de menores ingresos.

**Cuadro 13. Estructura de desempleo según hogares de distintos niveles de ingresos. Gran Santiago, 1981-83 (porcentajes)**

	1981	1982	1983
% de Hogares cuyo jefe esta desempleado Familias del 20% de menores ingresos	10,0	26,8	24,7
Familias del 30% de ingresos medio-bajo	2,9	7,3	10,2
Familias del 30% de ingresos medio-alto	1,6	4,3	6,1
Familias del 20% de mayores ingresos	0,3	2,3	2,5
Fuente: Riveros (1985). En base a encuestas de empleo y desempleo de la U. de Chile			

Para el período 1996-2000 disponemos de la Encuesta de Caracterización Socioeconómica (CASEN), la cual tiene cobertura nacional. Los datos muestran que, nuevamente, han sido los quintiles de menores ingresos los más afectados por el aumento de la desocupación. Otro aspecto interesante es que el aumento del desempleo en los grupos más pobres es muy marcado en los años inmediatamente posteriores al estallido de la crisis, en tanto que el aumento de la desocupación en los estratos de mayores ingresos tiene lugar a partir de 1998 (Cuadro 14).

**Cuadro 14. Tasa de desocupación (por quintil de ingresos\*)**

Quintil	1996	1998	2000
I	15,6	27,7	25,8
II	7,0	11,2	12,3
III	4,9	7,6	8,1
IV	2,9	5,1	5,4
V	1,5	2,8	2,8
Total	5,8	10,0	10,2
Fuente: Encuesta CASEN años respectivos			

El cuadro 15 presenta la distribución del consumo por hogares del Gran Santiago. Lamentablemente, no disponemos de información comparable para los últimos años de la década de los noventa<sup>62</sup>. Si bien los datos se presentan para años bastante separados en el tiempo, dificultando cualquier intento de atribuir a un año particular el mayor efecto sobre la distribución, creemos no correr riesgo alguno si suponemos que ha sido en los años de crisis, considerando que: (i) los sectores más pobres fueron los más afectados por el aumento de la desocupación; (ii) los subsidios de cesantía, y los entregados por los programas de emergencia fueron mínimos; (iii) los sectores más pobres no tienen libre acceso a los mecanismos de crédito. Estas tres realidades determinan que el consumo de los sectores de menores ingresos se vea inmediatamente resentido<sup>63</sup>.

<sup>62</sup> La última Encuesta de Presupuestos Familiares del Instituto Nacional de Estadísticas abarca hasta 1997.

**Cuadro 15. Distribución del consumo por hogares, Gran Santiago. (Porcentaje sobre el total)**

Quintiles	1969	1978	1988
I	7,7	5,2	4,4
II	11,8	9,3	8,2
III	15,6	13,6	12,7
IV	20,6	21	20,1
V	44,5	51	54,6

Fuente: INE, Encuesta de Presupuestos Familiares

### 3.2 Salarios relativos

---

El gráfico 11 presenta la evolución de los salarios relativos entre trabajadores calificados y no calificados (una persona con doce o más años de educación es considerada calificada, mientras que el grupo de los no calificados considera a los trabajadores con ocho o menos años de educación). Para la década de los ochenta, otros estudios han documentado un aumento de la demanda por trabajadores calificados<sup>64</sup>, lo cual explicaría el aumento de la razón entre el salario de este grupo y el percibido por la mano de obra no calificada. Una hipótesis plausible para explicar los deterioros que experimenta este indicador a fines de la década de los noventa es que los sectores más intensivos en mano de obra fueron los más afectados por la desaceleración económica (por ejemplo, la construcción).

<sup>63</sup> En otras palabras, la teoría que vincula el consumo corriente al ingreso permanente no resulta válida para describir la forma en que los sectores más pobres planifican su consumo.

<sup>64</sup> Bravo y Bonifaz (1998).

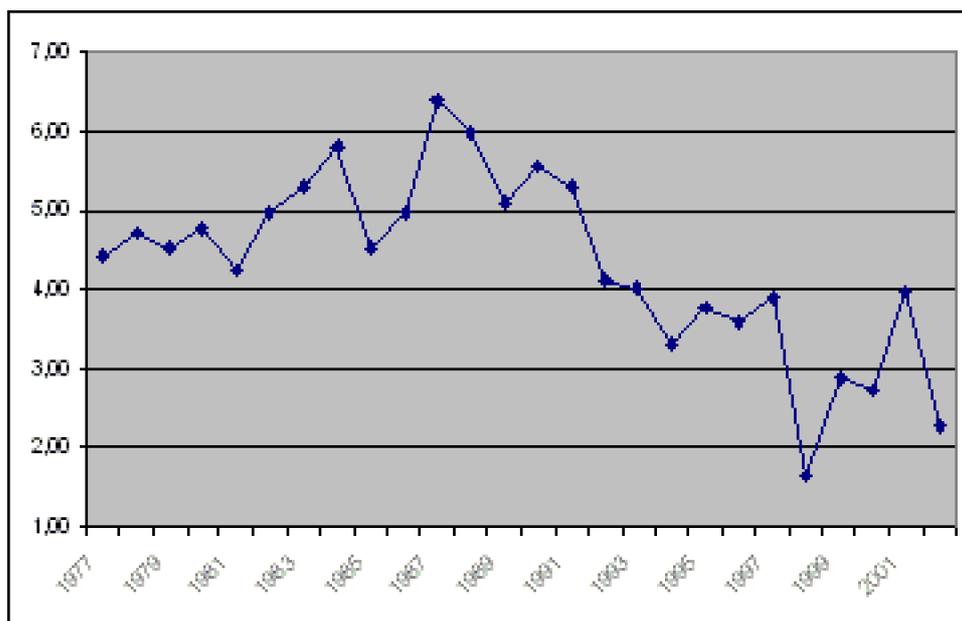


Gráfico 11. Salarios relativos 1977-2002 (Gran Santiago).

Fuente: Elaboración propia en base a Encuesta de Empleo de la Universidad de Chile.

Los dos factores analizados (tasa de desocupación y salarios relativos) muestran una evolución consistente con el deterioro experimentado por la distribución del ingreso durante ambos períodos.

**Cuadro 16. Crecimiento, indicadores sociales y equilibrios macroeconómicos (1973-1989)**

**CHILE 1973-2001: AUGES Y CRISIS EN NUESTRA HISTORIA RECIENTE**

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
	Indicadores de Crecimiento												
1	Crecimiento del PIB efectivo (%)	-4.0	5.5	-16.6	4.2	8.5	6.3	7.7	5.8	5.1	-13.8	-0.4	8.1
2	Crecimiento de la capacidad productiva	0.9	0.8	2.6	1.8	1.1	1.4	1.9	2.4	3.2	5.0	2.5	1.7
3	Tasa de inversión (% del PIB)	15.6	18.4	16.7	13.8	15.2	16.5	17.7	20.9	23.2	15.8	13.7	16.3
	Equilibrio Macroeconómico												
4	Crecimiento de exportaciones	2.9	46.4	2.5	24.3	12.0	11.8	14.2	14.5	-9.0	4.5	0.1	2.2
5	Brecha Y/Y*	7.3	3.0	21.1	19.3	13.4	9.3	4.1	0.8	-1.0	17.0	19.4	14.3
6	Inflación (%)	606.1	369.2	343.3	197.9	84.2	37.2	38.9	31.2	9.5	20.7	23.1	23.0
7	Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-1.9	-6.8	1.5	-4.1	-7.1	-5.7	-7.1	14.5	-9.5	-5.7	-11.1
8	Balance Fiscal (% del PIB)	-10.5	-6.6	0.0	3.0	0.9	2.2	5.2	5.5	2.9	-2.3	-3.0	-3.5
	Equilibrios Macrosociales												
9	Salario promedio (1993=100)	82.0	64.8	62.0	65.0	71.0	75.0	81.8	88.9	96.8	97.1	86.5	86.7
10	Desempleo (% de la fuerza de trabajo)	4.8	9.1	17.6	21.9	18.9	18.0	17.3	16.9	15.1	26.1	31.3	24.6
11	Distribución del ingreso (Q5/Q1) b/	10.5	9.9	12.9	53.4	15.9	14.8	14.3	15.0	15.8	18.5	17.0	17.8
12	Distribución del ingreso (Gini) b/	45.9	45.5	45.2	53.4	53.9	53.2	52.2	53.1	53.9	56.0	55.9	56.8
	Shocks externos												
13	Términos de intercambio (% del PIB)	nd	nd	-6.8	-0.2	-0.2	-0.9	1.8	-0.6	-2.2	0.1	-0.3	-1.9
14	Entradas de capitales (% del PIB)	3.3	0.7	3.9	1.3	5.0	11.7	10.8	11.7	14.7	14.7	4.7	2.9

**Cuadro 17. Crecimiento, indicadores sociales y equilibrios macroeconómicos (1990-2001)**

#### IV COSTOS SOCIALES DE LA CRISIS (Los ciclos recesivos tienden a ser regresivos)

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	Indicadores de Crecimiento										
1	Crecimiento del PIB efectivo (%)	3.7	8.0	12.3	7.0	5.7	10.6	7.4	7.4	3.9	-1.1
		-	-	-	-	-	-	-	6.6	3.2	-1.0
2	Crecimiento de la capacidad productiva	7.9	8.5	7.5	7.0	8.1	8.0	6.5	6.7	7.1	5.9
3	Tasa de inversión (% del PIB)	24.2	22.4	24.7	27.2	27.4	30.6	31.0	32.2	32.2	26.9
		-	-	-	-	-	-	-	26.6	26.7	22.3
	Equilibrio Macroeconómico										
4	Crecimiento de exportaciones	8.6	12.4	13.9	3.5	11.6	11.0	11.8	9.4	5.9	6.9
5	Brecha Y/Y*	3.9	4.4	0.2	0.1	2.4	0.0	-0.7	-1.5	1.5	8.1
6	Inflación (%)	27.3	18.7	12.7	12.2	8.9	8.2	6.6	6.0	4.7	2.3
7	Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-1.6	-0.3	-2.3	-5.7	-3.1	-2.1	-5.1	-5.0	-5.7	-0.1
8	Balance Fiscal (% del PIB)	0.8	1.5	2.3	2.0	1.7	2.6	2.3	2.0	0.4	-1.4
	Equilibrios Macrosociales										
9	Salario promedio (1993=100)	88.1	92.4	96.5	100.0	104.5	111.7	116.3	119.1	122.3	125.2
10	Desempleo (% de la fuerza de trabajo)	7.8	8.2	6.6	6.5	7.8	7.3	6.4	6.1	6.2	10.5
11	Distribución del ingreso (Q5/Q1) b/	18.3	16.9	13.3	13.4	13.6	15.5	15.5	17.8	16.1	18.0
12	Distribución del ingreso (Gini) b/	55.9	53.8	50.9	49.9	51.9	53.1	52.5	55.1	53.9	56.5
	Shocks externos										
13	Términos de intercambio (% del PIB)	-1.8	0.1	-0.3	-1.9	2.8	2.5	-3.4	0.6	-3.0	0.2
14	Entradas de capitales (% del PIB)	4.1	3.9	8.3	7.0	9.4	3.7	6.8	9.2	2.8	-0.9

Fuente (Cuadros 16 y 17): Ffrench-Davis y Tapia (2001) (para el período 1973-2000)  
a/ Las cifras para 2001 corresponden a cálculos propios en base a información oficial. b/ (11) y (12) Datos facilitados por el Departamento de Economía de la Universidad de Chile. (1) Marcel y Meller (1986) y Banco Central de Chile. El período 1973-2000 está en base 1986. Para el período 1997-2001 se presenta una serie adicional en base 1993. (2) y (5) Ffrench-Davis (2001) (3) y (4) Cuentas Nacionales (Banco Central de Chile) en pesos de 1986. Para la tasa de inversión (3) también se presenta una serie para el

período 1997-2001 en base 1993. (6) Cortázar y Marshall (1980) y Banco Central de Chile, Balanza de Pagos. (7) y (14) Banco Central de Chile, Balanza de Pagos. (8) Larraín (1991). (9) y (10) INE y Ffrench-Davis (2001), cap VIII. (13) Ffrench-Davis y Tapia en base a cifras del Banco Central, en pesos corrientes.

# CONCLUSIONES

## ***Las crisis suelen incubarse en tiempos de auge***

Para disminuir la exposición a los shocks externos y para aumentar la capacidad de respuesta en tiempos de crisis, el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos resulta crucial. En efecto, la política económica implementada durante las fases de auge anteriores al desencadenamiento de las dos crisis estudiadas, al descuidar este aspecto, aumentó el riesgo de contagio y dificultó el proceso de recuperación posterior.

Lo anterior fue evidente durante el período 1975-85. La apertura financiera externa y la fijación del tipo de cambio, junto a un sistema bancario imperfecto que operaba libre de regulación, resultaron disfuncionales para mantener los equilibrios macroeconómicos, contribuyendo así a aumentar el riesgo de contagio, como quedaría demostrado tras la moratoria mexicana de 1982. El ajuste posterior, por su parte, contribuyó a amplificar el shock inicial, con efectos devastadores sobre la base productiva. Concretamente, el ajuste privilegió las políticas contractivas (reductoras de gasto) por sobre las reasignadoras del gasto desde los sectores no transables hacia los transables, profundizando la caída del producto.

En 1995, luego de haber sorteado con éxito la crisis del tequila, cuando la euforia colectiva contagiaba incluso al equipo económico, se relajaron las normas que regulaban a los capitales externos. En el bienio siguiente el déficit en cuenta corriente comenzó a aumentar, en tanto que el tipo de cambio real se apreciaba fuertemente. Estos factores aumentaron la vulnerabilidad de nuestra economía y la capacidad para hacer frente a la crisis asiática.

***Los ciclos recesivos tienden a ser regresivos***

La crisis de la deuda y la asiática afectaron con mayor fuerza a los sectores de menores recursos. La evolución de los determinantes de la distribución de ingresos es consistente con la hipótesis de regresividad de ambos ciclos recesivos.

En efecto, el aumento del desempleo se concentró en los estratos más pobres. En ambos episodios, las redes de protección social brillaban por su ausencia, y las autoridades de turno debieron implementar un conjunto de programas laborales de emergencia.

Los salarios reales también cayeron a partir de 1982 y recién en la década siguiente recuperaron los niveles que tenían antes de la crisis. Tras la crisis asiática se observa una declinación del ritmo de crecimiento de los salarios.

Por último, es importante notar que el aumento de la desigualdad durante períodos de inestabilidad se da en un período de tiempo muy corto, y que, en cambio, los intentos por avanzar en materia de equidad toman más tiempo.

¿Cómo enfrentar los riesgos y aprovechar las ventajas de la integración económica? Esta es la pregunta que surge del análisis de la crisis de la deuda externa de principios del decenio de los ochenta y de la asiática de fines de la década pasada.

La inestabilidad macroeconómica tiene consecuencias negativas sobre el crecimiento económico. Esta es una primera razón para evitarla. La política macroeconómica debe desempeñar un rol activo en tiempos de expansión y en períodos de crisis.

En tiempos de crisis la política macroeconómica debe jugar un rol activo a fin de evitar amplificar la contracción inicial. El ajuste automático de principios de los ochenta es un ejemplo de cómo la pasividad conduce al desastre. Se corrigió el desequilibrio de balanza de pagos, pero a costa de un mayor desequilibrio interno; la capacidad productiva se resintió, lo cual tuvo consecuencias permanentes sobre la economía.

Se deben cuidar los equilibrios macroeconómicos básicos, evitando auges desmedidos y asumiendo un rol activo en tiempos de crisis, a fin de evitar que los efectos del shock inicial se amplifiquen. Por último, las autoridades económicas deben procurar que la demanda agregada se mantenga en un nivel cercano a la frontera productiva.

Últimamente se han introducido cambios al diseño de la política macroeconómica que apuntan en la dirección correcta, permitiendo a las autoridades económicas enfrentar con decisión las situaciones de caída de la actividad y manejar con pragmatismo los ciclos expansivos. La adopción de una regla de gasto basada en la consecución de un superávit estructural constituye quizás el avance más notable en este sentido. En efecto, al vincular el gasto público a los ingresos fiscales de largo plazo (aquellos que el estado recaudaría en condiciones normales de actividad), la política fiscal contribuye a que las "crisis sean menos críticas", por un lado, y a que durante las expansiones se mantengan los equilibrios macroeconómicos. De ahí el concepto de política fiscal anticíclica.

La regla del superávit estructural no ha estado exenta de cuestionamientos. De hecho, hay quienes ponen en duda la solvencia fiscal argumentando que llevamos varios años con déficit fiscal efectivo. Sin embargo, lo que importa no es cuánto se debe, sino cuál es la capacidad de pago, la cual depende del uso que se le da a la deuda contraída.

Si, por ejemplo, el mayor gasto público se concentra en áreas complementarias de la inversión productiva (por ej: educación, infraestructura, capacitación), el déficit fiscal no debe revestir mayor preocupación.

Otro avance importante lo constituye la aprobación en el parlamento del seguro de desempleo. Este instrumento, en vigencia desde Octubre pasado, actúa como estabilizador automático, atenuando la contracción de la demanda durante las recesiones (cuando suele aumentar la tasa de desempleo) y regulando su expansión durante los auges. De esta manera, el seguro de cesantía cumple un doble objetivo: aliviar la situación de carencia que experimentan los desocupados y sus familias, y mantener la demanda agregada en niveles compatibles con la capacidad productiva.

Si bien hoy podemos tener un grado de apertura financiera mayor que hace veinte años, porque tenemos un sistema financiero más sólido que el de entonces, la apertura no debe ser total. De hecho, la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales ha demostrado entrar en conflicto con la dimensión económica real. La volatilidad que caracteriza a los movimientos internacionales de capital entre economías es una fuente de riesgos permanente, y por lo tanto es necesario establecer controles prudenciales sobre los flujos desestabilizadores de corto plazo (flujos “golondrina”), tanto en términos de volumen como de plazos de permanencia.

En resumen, la gran conclusión de este trabajo es que, para crecer sostenidamente y para que el crecimiento beneficie a una mayor parte de la sociedad, se necesita:

**PRUDENCIA EN LOS AUGES**

**DECISIÓN EN LAS CAÍDAS**

**PRAGMATISMO SIEMPRE**



## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Arellano, José Pablo (1983), "De la liberalización a la intervención: El Mercado de Capitales en Chile 1974-1983". Colección Estudios Cieplan N° 11, Diciembre.
- Arellano, José Pablo (1984), "La difícil salida al problema del endeudamiento interno". Colección Estudios Cieplan N° 13, Junio.
- Arellano, José Pablo (1984), "Una nota sobre las causas del desempleo en Chile". Colección Estudios Cieplan N° 14, Septiembre.
- Aizenman, Joshua y R. Hausman (2000), "Exchange Rate regimimes and Financial-Market Imperfections". NBER Working Paper 7733.
- Bravo, David y R. Bonifaz (1998), "Mercado del trabajo e institucionalidad laboral en Chile durante los gobiernos de la concertación", en René Cortázar y Joaquín Vial (eds.) *Construyendo opciones: propuestas económicas y sociales para el cambio de siglo*. Dolmen Ediciones, Santiago.
- Chumacero, Rómulo, Raúl Labán y Felipe Larraín (1997), "What Determines Capital Inflows?: An Empirical Analysis for Chile" en F. Larraín (editor) *The return of private capital to Latin America*. University of Michigan Press.
- Concha, Alejandro y Julio Maltés (1996), "Historia de Chile." Séptima edición. Editorial Bibliográfica Internacional.
- Contreras, Dante (1999), "Distribución del Ingreso en Chile. Nueve Hechos y Algunos Mitos" Departamento de Economía- U. de Chile.

- Contreras, Dante y Osvaldo Larrañaga (2000), "Pobreza y Distribución del Ingreso en Chile 1987-1998". *Latin American Journal of Economics*, N°114.
- Corbo, Vittorio (2001), "Growth and Adjustment in Chile: A Look at the 90's". Presentado en la Quinta Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Cortázar, René (1983), "Resultados Distributivos 1973 - 1982". *Notas Técnicas N° 57 Cieplan*, Junio.
- Cortázar, René y José Pablo Arellano (1982), "Del Milagro a la Crisis". *Colección Estudios Cieplan N°8*, Julio.
- Cortázar, René y José Pablo Arellano (1986), "Inflación, conflictos macroeconómicos y democratización en Chile". *Colección Estudios Cieplan N° 19*, Junio.
- De Gregorio, José, A. Baytelman y K. Cowan (1999), "Política económico-social y bienestar: el caso de Chile". *Serie Economía 56*. CEA - Depto Ingeniería Industrial U de Chile.
- Edwards, Sebastian (1999), "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia". *NBER Working Papers N° 7233*.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1983), "El problema de la deuda externa y la apertura financiera en Chile". *Colección Estudios Cieplan N° 11*, Diciembre.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1986), "El financiamiento externo negativo: tendencias, consecuencias y opciones para América Latina". *Colección Estudios Cieplan N° 20*, Diciembre.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1998), "La inserción externa de Chile: experiencia recientes y desafíos", en René Cortázar y Joaquín Vial (eds.), *Construyendo opciones: propuestas económicas y sociales para el cambio de siglo*. Dolmen Ediciones, Santiago.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2001), "Entre el Neoliberalismo y el crecimiento con equidad. Tres décadas de política económica en Chile". Dolmen Ediciones.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2002), "Financial Crises and National Policy Issues: An Overview" WIDER ECLAC.
- Ffrench-Davis, Ricardo y Heriberto Tapia (2001), "Políticas macroeconómicas y la cuenta de capitales." en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*. LOM Ediciones, Santiago.
- Ffrench-Davis, Ricardo y José A. Ocampo (2001), "Globalización de la volatilidad financiera: Desafíos para las economías emergentes" en R. Ffrench-Davis (ed.) *Crisis financieras en países exitosos*. CEPAL McGraw-Hill.
- Foxley, Alejandro (1982), "Lecciones de la crisis actual". *Colección Estudios Cieplan N° 8*, Julio.
- Foxley, Alejandro y Dagmar Raczynski (1984), "Grupos Vulnerables en Situaciones Recesivas". *Colección Estudios Cieplan N° 13*, Junio.
- Jádrésic, Esteban (1985), "Medición del empleo y desempleo agregado en Chile: Una serie homogénea para el período 1970-84". *Notas Técnicas N° 78 Cieplan*, Septiembre.
- Jádrésic, Esteban (1986), "Elasticidades empleo – producto de la economía chilena".

- Notas Técnicas Nº 85 Cieplan, Julio.
- Jádrésic, Esteban (1989), "Salarios reales en Chile: 1960-1988". Notas Técnicas Nº 134 Cieplan, Septiembre.
- Katz, Jorge (1999) "Cambios estructurales y evolución de la productividad laboral en la industria latinoamericana en el período 1970-1996". CEPAL, Serie Reformas Económicas Nº 14, Febrero.
- Krugman, P. (1996), "Are currency crises self-fulfilling?" NBER Macroeconomics Annual pag. 345-406.
- Krugman, P. (1999), "The Confidence Game". The return of depression economics. Foreign Affairs, Vol 78.
- Larrañaga, Osvaldo (2001), "Distribución de Ingresos en Chile: 1958-2001" en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.) Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973. LOM Ediciones, Santiago.
- Larraín, Felipe (1991), "Public sector behaviour in a highly indebted country: the contrasting chilean experience, 1970-85", en F. Larraín y M. Selowsky (eds.), The Public Sector and the Latin American Crisis. ICS Press, San Francisco.
- Lustig, Nora (1999), "Crises and the Poor: Socially Responsible Macroeconomics". LACEA, Santiago.
- Marcel, Mario (1987), "Empleo agregado en Chile 1974-1985. Una aproximación econométrica". Colección estudios Cieplan Nº 21, Junio.
- Marcel, Mario y P. Meller (1983), "Indicadores líderes de recesión y expansión económica". Colección Estudios Cieplan Nº 11, Diciembre.
- Marcel, Mario y A. Solimano (1994), "The Distribution of Income and Economic Adjustment", en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.) The Chilean Economy - Policy Lessons and Challenges. The Brookings Institution. Washington, D.C.
- Marfán, Manuel (1987), "Reactivación y restricción externa: el rol de la política fiscal". Colección Estudios Cieplan Nº 22, Diciembre.
- Meller, Patricio (1984), "Análisis del problema de la elevada tasa de desocupación chilena". Colección Estudios Cieplan Nº 14, Septiembre.
- Meller, Patricio (1986), "Un enfoque analítico-empírico de las causas del actual endeudamiento externo chileno". Colección Estudios Cieplan Nº 20, Diciembre.
- Meller, Patricio (1990), "Revisión del proceso de ajuste chileno de la década del 80". Colección estudios Cieplan Nº 30, Diciembre.
- Mizala, Alejandra y Pilar Romaguera (2001), "Legislación laboral y mercado del trabajo" en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.) Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973. LOM Ediciones, Santiago.
- Muñoz, Oscar (1982), "Crecimiento y Desequilibrios en Chile". Colección Estudios Cieplan Nº 8, Julio.
- Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises". American Economic Review Nº 76.
- Ocampo, José A. (2002), "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries". WIDER United Nations University.

- Ortega, Eugenio y Ernesto Tirón (1988), "Pobreza en Chile". Centro de Estudios del Desarrollo (CED), Santiago.
- Ramos, Joseph (1993), "Crecimiento, crisis y viraje estratégico". Revista de la CEPAL N° 50.
- Ramos, Joseph (1989), "Política Económica Neoliberal en países del Cono Sur (1974-1983)". Fondo de Cultura Económica, México.
- Ramos, Joseph y Nicolás Eyzaguirre (1991), "Restauración y mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos". Trimestre Económico N° 58.
- Riveros, Luis (1985), "Desempleo, Distribución del Ingreso y Política Social". Centro de Estudios Públicos N° 20.
- Uthoff, Andras y Daniel Titelman (1997), "La Relación entre el Ahorro Externo y el Ahorro Nacional en contextos de Liberalización Financiera" en Ffrench-Davis, Ricardo y Reisen, Helmut (eds.), Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America. OCDE, Paris.
- Yáñez, José (1984), "El Gasto Público en los sectores sociales: 1970-1980", en Perspectivas Económicas para la Democracia: Balance y lecciones para la experiencia chilena. ICHEH, Santiago.
- Zahler, Roberto (1984), "Políticas recientes de liberalización y estabilización en los países del cono sur: el caso chileno, 1974-1982" en Perspectivas Económicas para la Democracia: Balance y lecciones para la experiencia chilena. ICHEH, Santiago.

## FUENTES ESTADÍSTICAS CONSULTADAS

**Universidad de Chile – Departamento de Economía** Encuesta de Ocupación y Desocupación

**Ministerio de Planificación Nacional – Dirección de Estudios** Encuesta de Caracterización Socioeconómica

**Instituto Nacional de Estadísticas de Chile** Encuesta Nacional de Empleo

**Banco Central de Chile** Indicadores Económicos y Sociales 1960-2000 Informe Económico y Financiero (varios números) Boletín Mensual (varios números)