información preliminar para el gobierno del Presidente Aylwin sugiere una mejor situación distributiva: la participación en el ingreso del 20% más rico de la población cayó desde un 59,5% a fines de 1989 a un 54,6% en 1992, aumentando la participación del grupo más pobre y de la clase media. También existe información preliminar sobre una reducción significativa en los niveles de pobreza durante esta administración. Sin embargo, aún queda bastante por hacer para llegar a una sociedad más equitativa y consistente con la imagen de país moderno y desarrollado que se desea proyectar.

2. CONDUCCION MACROECONOMICA DURANTE EL PERIODO 1990 - 1993

A. Política monetaria y alta movilidad de capitales

La tasa de expansión acumulada del producto de un 18% y del gasto de 22% durante el bienio 1988-89 era insostenible; de hecho, estaba llevando a una aceleración en la tasa de inflación y al deterioro de las cuentas externas. En efecto, durante 1989 las importaciones crecieron en un 35%, y en el último cuatrimestre de ese año la tasa anualizada de inflación superó el 30%, con una clara tendencia al alza.

Así, incluso antes de que asumiera el nuevo gobierno, el Banco Central impuso una fuerte contracción monetaria para controlar el gasto agregado y, a través de éste, las importaciones y la inflación. La tasa de interés real de los papeles a 10 años del Banco Central se aumentó desde 6,9% a fines de 1989 a 9,7% al principio de 1990, lo que indujo a un cambio en la composición de las carteras de inversión, trasladándose gran cantidad de recursos financieros desde instrumentos de corto a los de más largo plazo. Con ello aumentó la tasa de interés real de corto plazo desde un 6% a principios de 1989 a un 13,3% en marzo de 1990, su nivel más alto desde 1981.

Este ajuste se vio ampliamente complicado por el exceso de movilidad de capitales que ha experimentado Chile, al igual que otras economías de la región, desde principios de los años noventa[20]. La brecha entre tasas internas e internacionales de interés aumentó de forma significativa, induciendo a una fuerte entrada de capitales especulativos de corto plazo, y a una caída del tipo de cambio en la segunda mitad de 1990, desde el techo al piso de su banda de fluctuación de 10%, manteniéndose en el piso durante el resto del año. El Banco Central se vio en la necesidad de comprar fuertes sumas de dólares para defender el piso de la banda.

El ajuste, que resultaba inevitable dado el desequilibrio macroeconómico generado en 1988-89, fue costoso en términos de pérdida de producto, con la tasa de crecimiento del PIB alcanzando sólo un 3% en 1990; no obstante, sirvió para detener enérgicamente el rebrote inflacionario de la segunda mitad de 1989, así como el desequilibrio del sector externo. Con ello, la autoridad monetaria dio

20 Para un análisis detallado de las causas de este fuerte influjo de capitales hacia la economía chilena, ver Pfrench-Davis, Agosin y Uthoff (1994) y Labán y Larraín (1993a).

también una clara señal de que estaba dispuesta a combatir una economía sobreexpandida para defender los equilibrios macroeconómicos fundamentales. Por otro lado, el impacto sobre otras variables económicas –salarios reales, tasa de desempleo e inversión– fue muy menor y se revirtió rápidamente.

Durante los cuatro años de gobierno del Presidente Aylwin, la fuerte entrada de capitales[21], tanto de corto como mediano plazo, amenazaba con reducir en gran medida la capacidad de la autoridad para conducir su política monetaria de forma independiente de los acontecimientos externos, dado que se pretendía evitar fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real. La menor efectividad de la política monetaria –es decir, la capacidad de fijar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio– resulta especialmente complicada cuando se cuenta con una política fiscal rígida en el corto plazo.

La mantención de un tipo de cambio real estable es un objetivo intermedio de política que ha recibido bastante atención en Chile durante los últimos años: se considera central para alcanzar la estrategia de desarrollo de mediano plazo que ha elegido el país, basada en la expansión de las exportaciones y en una sustitución eficiente de importaciones. Sin embargo, al mismo tiempo se ha buscado permitir algún grado de efectividad para la política monetaria, y para que el tipo de cambio contribuya a acomodar shocks de corto plazo.

Existe abundante evidencia, tanto teórica como empírica, que indica que una inestabilidad excesiva del tipo de cambio real tiene un impacto depresivo sobre las exportaciones (Caballero y Corbo, 1990) y sobre la inversión productiva privada (Solimano y Serven, 1993). Se ha sugerido proteger al sector transable de la política de estabilización macroeconómica de corto plazo y de otros shocks transitorios, dado el efecto más permanente que éstos tienen sobre el sector transable[22]. En esta misma línea, se ha sugerido también que fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real y/o en las tasas reales de interés, causadas por los flujos de capital especulativo de corto plazo, tienen un impacto negativo sobre la inversión privada (Tobin, 1978; Bernanke, 1983; Summers 1988; Tornell, 1990; Pindyck, 1991), y sobre el crecimiento, por lo que se recomienda algún tipo de intervención para evitar "exceso" de volatilidad en estas variables.

Aun así, tanto la teoría como la evidencia internacional proponen que el proceso de desarrollo económico vaya acompañado por una apreciación de la moneda nacional (Balassa, 1981; Dornbusch, Fischer y Samuelson, 1974); puede resultar muy costoso intentar mantener el tipo de cambio real sobre su nivel de equilibrio de "largo plazo" por un período muy prolongado, sin permitir que éste refleje dichos cambios estructurales.

---

21 La entrada neta de capitales aumentó desde un promedio de US$ 1.000 millones durante el período 1985 - 1987, a 3.000 millones en 1990, y a un promedio de 2.400 millones durante 1990 - 1993.

22 Según Krugman (1979), en la presencia de ventajas comparativas dinámicas, los valores de equilibrio de "largo plazo" del tipo de cambio real, salario relativo y patrón de especialización comercial, son endógenos. Por consiguiente, shocks *transitorios* (por ejemplo, una sobrevaloración de la moneda inducida por una política monetaria contractiva) pueden tener efectos *permanentes* sobre estas variables.

De esta forma, en ese momento la autoridad económica enfrentó dos importantes dilemas de política, como lo expresara el mismo Banco Central (1992). Por un lado, distinguir entre las presiones revaluatorias permanentes –resultantes del cambio de productividad registrado en Chile y de la superación de la crisis de la deuda– y las presiones coyunturales: reconocidas las primeras, se trató de evitar las segundas. Por otro lado, estaba el objetivo de defender la competitividad del sector transable, lo que requiere que la tasa de interés interna no se desvíe "mucho" de la internacional, para evitar que una entrada masiva de capitales de corto plazo aprecie el peso. Sin embargo, el objetivo de defender la estabilidad macroeconómica suele requerir ajustes de la tasa de interés real que permitan una evolución equilibrada entre demanda agregada y el producto potencial.

Como se pudo observar durante buena parte del período, reconciliar estos dos objetivos de política no es una tarea fácil, principalmente por la gran baja en las tasas internacionales de interés –en particular, la de Estados Unidos–, la reducción en el premio de riesgo exigido por inversionistas para invertir en Chile[23] y la mayor integración financiera internacional.

Para tratar de reconciliar estos dos objetivos, en presencia de una entrada masiva de capitales, la autoridad económica chilena aplicó varias medidas: sucesivas modificaciones de la regla cambiaria, operaciones de esterilización monetaria, la liberalización selectiva de la salida de capitales, el encaje a los préstamos externos y sus posteriores modificaciones, y la extensión de un impuesto que antes sólo gravaba los préstamos en moneda nacional a los préstamos en moneda extranjera[24].

La justificación para varias de estas medidas –que implicaban algunos costos macroeconómicos en distorsión y financieros– se hallaba en la convicción de que una serie de factores transitorios (tanto de cuenta corriente como de capitales) se escondían detrás de las presiones a la baja del tipo de cambio real. Entre ellos cabe mencionar tasas reales de interés insosteniblemente altas en Chile y anormalmente bajas en Estados Unidos durante 1990-93, un precio del cobre por sobre el "normal" y un fuerte aumento de las exportaciones a los países limítrofes debido a la gran apreciación de sus monedas.

Desde 1983, el tipo de cambio estaba amarrado al dólar dentro de una banda de fluctuación cuya amplitud alcanzó un 5% en junio de 1989, y cuyo centro se ajustaba –generalmente– cada mes por la diferencia entre la inflación interna y la internacional. Así, esta política buscaba mantener un tipo de cambio real competitivo, y a la vez dar algún espacio de efectividad para la política monetaria (dentro de la banda). Durante 1990, el tipo de cambio tocó el piso de esta banda, y el Banco Central solo pudo defenderlo con fuertes intervenciones.

23 Debido a una mejora en los indicadores económicos y a una transición a la democracia ejemplar.

24 Para un análisis detallado de las medidas aplicadas para hacer frente a esta entrada masiva de capitales, ver Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1994) y Labán y Larraín (1994).

Después de una elevada acumulación de reservas durante 1990 y 1991[25], la banda fue ampliada a 10% en enero de 1992, convergiendo rápidamente el tipo de cambio al nuevo piso.

Con el propósito de desalentar los movimientos de capitales de corto plazo, a mediados de 1992 se reemplazó al dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas –constituida por el dólar, el marco alemán y el yen– como nuevo tipo de cambio de referencia. El objetivo era hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso, e introducir mayor incertidumbre cambiaria a operaciones financieras de corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. La sustitución del dólar por esa canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran proporción en dólares, el intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

Para evitar el impacto que las fuertes compras de reservas internacionales podrían ocasionar sobre la emisión, y luego sobre la inflación, el Banco Central decidió esterilizarlas a través de operaciones de mercado abierto, vendiendo más de sus propios bonos, y complicando su situación patrimonial, al colocar sus activos (reservas) a bajas tasas de interés externas, financiadas con pasivos (bonos) a tasas en pesos más altas. Aparte de su impacto sobre el patrimonio del Banco Central, la esterilización tiende a mantener el diferencial de tasas, y con ello a perdurar la entrada de capitales. De hecho, Calvo *et al.* (1993) reporta que la reducción de las tasas de interés en países de la región que han llevado a cabo operaciones de esterilización ha sido más lenta que la de los países que no la han realizado. De acuerdo a estimaciones realizadas por Labán y Larraín (1993a), las pérdidas para el Banco Central durante 1990-93 por estas operaciones ascenderían a un 0,5% del PIB de 1990.

Por otro lado, en junio de 1991 el Banco Central impuso un encaje no remunerado del 20% a los préstamos en moneda extranjera, y extendió a éstos el impuesto de timbre y estampillas de 1,2%, el que anteriormente sólo gravaba los préstamos en moneda nacional. Estas medidas afectan a todos los créditos, independientemente de sus plazos y condiciones, pero sólo durante su primer año. En enero de 1992, se extendió el encaje a los depósitos en moneda extranjera, y en mayo de ese año se aumentó a un 30%, cuando volvieron a bajar las tasas en Estados Unidos y en Chile había poco espacio para una nueva reducción de tasas internas.

Al evaluar las políticas aplicables en Latinoamérica frente a la masiva entrada de capitales de corto plazo que la ha afectado desde fines de los ochenta, diversos economistas concluyen que la medida menos costosa puede ser algún

25 Un par de veces se elevó el descuento por inflación externa de la regla cambiaria, aumentando artificialmente la tasa de interés externa relevante en el cálculo de las condiciones de arbitraje y, así, reduciendo el incentivo a internar capitales.

tipo de control a los movimientos de capitales[26]. Cabe mencionar que varios especialistas han argumentado que estos controles son cada vez menos efectivos, puesto que la capacidad de los reguladores para hacerlos cumplir se ve reducida con la mayor sofisticación e integración de los mercados financieros internacionales: así, independientemente de los controles, la cuenta de capitales se encontraría abierta *de facto*[27]. Sin embargo, como señala Williamson (1991), el hecho de que con una mayor globalización de los mercados financieros internacionales se pierda efectividad de los controles cambiarios no significa que éstos no sean efectivos.

En Labán y Larraín (1993a) se intenta estimar el impacto que sobre los capitales de corto plazo tuvieron estas medidas. Para ello se testea econométricamente el cambio en el poder explicativo de la brecha de tasas de interés –ajustada por expectativas de devaluación– en una ecuación para los flujos de capitales de corto plazo, al ajustar esta brecha por las distintas medidas aplicadas[28]. El resultado central de este ejercicio es que el poder explicativo de la ecuación utilizada aumenta de forma significativa, y la brecha de tasas se hace estadísticamente significativa al introducir todas estas medidas de política.

En Chile, varios economistas se han opuesto a la introducción del encaje, sugiriendo una apertura más rápida y generalizada de la salida de capitales. De hecho, una serie de medidas se llevaron a cabo para aumentar de forma selectiva y gradual la salida de capitales, aprovechando la sólida posición alcanzada en las cuentas externas –reservas internacionales para financiar cerca de 12 meses de importación, reducción del peso de la deuda externa, importante superávit de cuenta de capitales y un déficit manejable en cuenta corriente–.

Pero, como ha argumentado Williamson (1991) y demostrado formalmente Labán y Larraín (1993b), una mayor apertura a la salida de capitales puede, de hecho, incentivar una entrada neta de capitales, como ocurrió en Inglaterra en 1979 y en Yugoslavia en 1990[29]. Según estos resultados teóricos y empíricos, una mayor apertura a la salida de capitales puede ser una medida incorrecta de política para defender la competitividad del sector exportador frente a una entrada masiva de capitales especulativos de corto plazo. Adicionalmente, como indica Viñals (1990), si la brecha a favor de las tasas internas es muy amplia, los controles a la salida están inactivos, con lo cual se debe esperar un impacto muy reducido con su flexibilización.

---

26 Varios economistas han recomendado utilizar algún tipo de controles de capitales ante una entrada de capitales especulativos de corto plazo de gran magnitud. Ver, por ejemplo, Tobin (1978), Krugman (1979), Summers (1988), Tornell (1990) y Calvo *et al.* (1993).

27 Un análisis detallado de las ventajas y desventajas de los controles de capitales, y las dificultades para implementarlos, se encuentra en CEPAL (1994, cap. X), Hanson (1992), The Economist (1992), Viñals (1990) y Williamson (1991).

28 Es decir, se corrige esta brecha de tasas por el impacto del encaje y sus modificaciones, de la extensión del impuesto de timbre y estampilla y de los sucesivos cambios en la regla cambiaria.

29 Hay evidencia informal –declaraciones de la autoridad económica a través de la prensa–, tanto en Brasil como en Perú, de que la mayor apertura a la salida de capitales puede haber contribuido de forma importante a la entrada masiva de capitales experimentada desde principio de los noventa.

Aun así, flexibilizar la salida de algunos tipos de capitales debe potencialmente generar un aumento en el egreso de fondos. Entre las medidas aplicadas en Chile para ello podemos mencionar la flexibilización de las restricciones para que inversionistas chilenos puedan invertir en el exterior, o permitir, de forma anticipada, la repatriación de capital y utilidades de las inversiones realizadas a través de operaciones de conversión de deuda en el pasado. Por otro lado, la señal del impacto en la entrada neta de capitales de la reducción del período de repatriación a la inversión extranjera desde 3 a 1 año, autorizada en marzo de 1993, es ambiguo tanto en la que respecta al movimiento neto de capitales como a la calidad de la composición de la inversión.

Además, para sustentar el tipo de cambio real la autoridad bajó los aranceles en junio de 1991 desde un 15 a un 11%, e impuso una serie de medidas en el mercado de capitales que han permitido que proyectos de inversión que antes debían ser financiados a través de recursos externos encontraran ahora financiamiento en el mercado interno, reduciéndose las presiones sobre el tipo de cambio.

Sin embargo, a pesar de todas estas acciones, la autoridad no pudo evitar una revaluación real de la moneda de 6% en 1991 y 8% en 1992. La menor revaluación observada en 1993 (0,8%) puede deberse en parte al efecto rezagado de estas medidas, pero también es un reflejo de otras variables, como una variación negativa en los términos de intercambio y la prolongada recesión mundial. De forma adicional, a partir de 1994 las tasas de interés en Estados Unidos se han recuperado, lo que –de seguir así– probablemente reducirá la entrada de capitales de corto plazo a Latinoamérica, justificando la percepción de que una parte de los factores que presionaban por una apreciación cambiaria eran de carácter externo y transitorio.

El conjunto de políticas, en particular las que afectan el ingreso de capitales de corto plazo, contribuyó a que los pasivos externos de Chile más volátiles no crecieran en exceso, poniendo con ello en peligro la estabilidad macroeconómica y la estrategia exportadora.

B. Política fiscal disciplinada

El manejo de la política fiscal ha sido altamente responsable durante este período, en particular si se le compara con otras experiencias de transición política en la región. La nueva administración ha sido capaz de aumentar significativamente el gasto social y, a la vez, de generar un superávit para el sector público no financiero consolidado en cada uno de los años de su período presidencial.

Los ingresos fiscales aumentaron significativamente entre 1990 y 1993, como resultado de la reforma tributaria de 1990, de una fuerte expansión de la actividad económica y las importaciones, de un precio del cobre más alto de lo esperado y de una reducción en la evasión tributaria. Ello, junto a una reducción en las tasas de interés mundiales, permitió al gobierno aumentar el gasto público –sobre todo el gasto social– y a la vez elevar el ahorro del sector público no

financiero a 8,7% del PIB en promedio; este coeficiente de ahorro se compara favorablemente con un promedio de 5,9% durante los años ochenta. Este mayor ahorro ha financiado con creces la inversión pública, generando en los cuatro años un superávit promedio de 1,5% del PIB. También, al comparar la ley de presupuesto heredada del régimen militar con la de 1993, se ve que el gasto social y la inversión del gobierno central aumentaron en un 48% y un 36% en términos reales, respectivamente.

Sin embargo, el mayor esfuerzo de ahorro del sector público ha sido parcialmente compensado con un déficit operacional del Banco Central, el que alcanzó a 4,3% del PIB en promedio durante 1983-89. Inicialmente, este déficit se originó por la intervención del gobierno para evitar la quiebra masiva del sistema financiero nacional a causa de la crisis económica de principios de los ochenta. Después de reducirse año tras año desde 1986, este déficit cuasi-fiscal alcanzó un 2,6% del PIB en 1990, al incurrir el Banco Central en importantes pérdidas operativas para defender su política cambiaria y prevenir así una caída más pronunciada del tipo de cambio real. Este déficit cuasi-fiscal se redujo a 1,5% del PIB en 1991, y a 1,1% durante 1992.

La fortaleza en las finanzas públicas chilenas contrasta con la situación que hoy se vive en otros países, los cuales –con distintas combinaciones de política económica y diversos grados de desarrollo y orientación política– luchan por reducir sus déficit fiscales muchas veces reprimiendo el gasto social y la inversión pública, imponiendo con ello un alto costo social a aquellos con menores ingresos, y afectando negativamente el crecimiento económico de mediano plazo.

Como ya se ha dicho, la reforma tributaria de 1990 –cuyo objetivo central era proporcionar más recursos al gasto social sin hacer peligrar el equilibrio de las finanzas públicas– tuvo un importante papel en lo que fue un manejo fiscal disciplinado, en un contexto de importantes demandas sociales que habían debido esperar largo tiempo para manifestarse. Un acuerdo político entre el gobierno de la Concertación y el principal partido de oposición, Renovación Nacional, sentó las bases para la aprobación legislativa de esta ley[30].

Se estima que esta reforma tributaria ha permitido un aumento en los ingresos fiscales por sobre los US$ 800 millones al año, recursos adicionales que el gobierno ha gastado en programas sociales. Por otro lado, a través de un nuevo acuerdo político en 1993 se aprobó la prolongación de varias de las modificaciones previamente aprobadas de forma transitoria.

Los críticos a dicha reforma argumentaron que tendría un impacto negativo sobre la inversión productiva privada. Pero una vez más la evidencia no apoyó esa predicción. Después de una caída en 1991 –en gran parte atribuible al efecto rezagado del ajuste de 1990– la inversión productiva privada volvió a incrementarse en 1992 y 1993, llegando a niveles superiores a los de cualquiera de los últimos 20 años.

30 Para el diseño y la aprobación de esta reforma, el gobierno tendió a privilegiar, dentro de un rango, los consensos que en esta materia se podrían alcanzar con la oposición política, los empresarios y los trabajadores.

Hay varias razones para pensar que este aumento en impuestos pueda haber tenido un impacto positivo sobre la inversión privada: (a) el aumento es moderado y aún deja a Chile con una de las menores tasas corporativas del mundo, (b) el gobierno se comprometió a no elevar nuevamente las tasas de impuestos durante su mandato, (c) un aumento en el gasto en educación, alimentación y salud también es una forma de inversión a mediano plazo en capital humano, recurso que se ha convertido con el tiempo en una limitante muy importante del crecimiento económico, y (d) el mayor gasto social, si es manejado en forma eficiente, permite mayor equidad y que una mayor parte de la población se beneficie del proceso de crecimiento, y con ello fortalezca la base de apoyo popular a la política económica.

También se argumentó que el aumento en el impuesto al valor agregado (IVA) considerado en esta reforma tendría un efecto regresivo, al afectar más ostensiblemente a las familias de menores ingresos, que son las que consumen un porcentaje más alto de su ingreso. Pero una comparación coherente también debe considerar los mayores recursos que serán transferidos a estas familias a través del aumento del gasto social que esta reforma facilita. El efecto neto resulta evidentemente progresivo.

C. Desempeño macroeconómico: 1990 - 1993

El aumento de las tasas de interés durante 1990 tuvo un impacto contractivo de magnitud sobre el producto, el cual, tras haberse expandido a una tasa del 10,2% el año anterior, creció sólo un 3% en 1990. La tasa de inflación alcanzó a 27,3% ese año, fuertemente influida por la guerra del Golfo, pero también por los efectos inerciales asociados a la sobreexpansión de la actividad durante 1988-89 con el consiguiente rebrote inflacionario. Después de exhibir altas tasas durante septiembre y octubre de 1990[31], la inflación se redujo considerablemente en los últimos dos meses de ese año, alcanzando un 18,7% en 1991.

Esta rápida desaceleración inflacionaria tomó por sorpresa a gran parte de los especialistas. Utilizando distintos modelos de inflación y la experiencia sobre su comportamiento en el pasado –y considerando el alto grado de indexación de nuestra economía, en la que el efecto de los shocks tiende a perdurar en el tiempo–, anticiparon una reducción mucho más gradual de la inflación. Incluso algunos proyectaron una tasa en torno al 40% para gran parte de 1991, y recomendaron tomar medidas drásticas para enfrentar este shock de precios externos. La poca capacidad de los modelos y los especialistas para predecir tan rápida desaceleración es difícil de comprender si no se introduce al análisis el impacto en credibilidad –a la Blanchard (1985)– que tuvo el anuncio por parte de la autoridad de su firme intención de combatir con mucha energía este rebrote inflacionario, así como su compromiso con la mantención de los equilibrios

31 La tasa anualizada de inflación promedio para el tercer trimestre de 1990 fue de 40,1%, comparada con un promedio de 23,5% para la primera mitad de 1990. En el último trimestre de 1990 cayó abruptamente, alcanzando un 22,9%.

macroeconómicos. Contribuyeron a hacer creíble este anuncio el decidido programa de ajuste aplicado a principios de 1990 y el compromiso adquirido por el gobierno y los parlamentarios de reducir en un 5% el gasto público corriente no social.

Durante 1991-93, la tasa de crecimiento del producto se recuperó hasta alcanzar un 7% en 1991, un 11% en 1992 -la tasa más alta en las últimas dos décadas- y un 6% en 1993. Además, si se compara el crecimiento alcanzado en este período con el de otros años de buen desempeño en las últimas tres décadas (1966, 1971, 1981 y 1989), se podrá observar que, a diferencia de las ocasiones anteriores, éste se ha dado en un contexto de equilibrio macroeconómico, sin presiones inflacionarias y/o sobre las cuentas externas de importancia y con una situación fiscal ordenada. Tanto en 1966 como en 1991-93, esta fuerte expansión del producto se logró sin causar presiones de importancia sobre la tasa de inflación ni las cuentas externas, pero en 1966 el crecimiento del PIB se sustentó en una fuerte expansión del gasto corriente del sector público, mientras que ahora fue impulsado por la expansión de las exportaciones y por la inversión productiva. En los otros tres episodios de fuerte expansión (1971, 1981, 1989) se produjeron desequilibrios de importancia: en 1971 y 1989 se hizo fuerte presión sobre la capacidad productiva interna, generando un impacto inflacionario –en 1989 se observó además un importante aumento en el déficit de cuenta corriente–, mientras que en 1981 se causó un desequilibrio externo equivalente a un 18% del PIB. Después de cada uno de estos años de fuerte expansión, fue necesario llevar a cabo un programa de ajuste con importantes costos en bienestar.

El impacto del programa de ajuste sobre otras variables económicas fue menos severo y se revirtió rápidamente. De hecho, el nivel de la formación de capital fijo aumentó en 1990, y sólo cayó levemente de forma transitoria en 1991, situándose en 21% del PIB. En gran medida la baja fue causada por el impacto rezagado de la caída del producto en 1990. La inversión se recuperó velozmente en 1992 y 1993, alcanzando los niveles récord de 24% y 26,5%, respectivamente.

Si no se considera el impacto favorable que sobre la tasa de inversión tiene la mayor estabilidad política y económica alcanzada con el retorno a la democracia, resulta difícil comprender la positiva evolución de esta variable a partir de 1990, a pesar del ajuste macroeconómico (con aumentos de importancia en tasas reales de interés), de la reforma tributaria (con un aumento en el impuesto a las empresas) y de la reforma laboral (con un aumento en el poder de negociación relativo de los trabajadores)[32].

La tasa de ahorro interno, por su parte, alcanzó durante el primer gobierno democrático un promedio de 22%, la más alta de las últimas dos décadas, y muy superior al 11% de los ochenta. Con ello se logró financiar cerca de un 91% de la inversión total, comparada con sólo un 58% en los ochenta. Esta mayor

32 También ha contribuido a este aumento en la tasa de inversión, presumiblemente de manera muy significativa, el hecho de que la economía ha estado operando por varios años consecutivos cercana a su máxima capacidad instalada.

contribución del ahorro interno al financiamiento de la inversión ayuda a reducir la vulnerabilidad de la economía chilena a shocks externos, tradicionalmente la fuente principal de inestabilidad que ha caracterizado el proceso de crecimiento económico en Chile.

La tasa de desempleo, tras caer de forma sistemática durante la segunda mitad de los ochenta desde su nivel récord de 30% (1983) hasta un 6% (1990), aumentó al 6,5% en 1991 para volver a caer a 4,9% en 1992 y 4,6% en 1993, su nivel más bajo en dos décadas. Asimismo, junto con el incremento del empleo y la disminución de la tasa de desocupación, el salario medio real acumuló un crecimiento de 15,3% durante el período; en esta progresión, recién logró superar el nivel real promedio que había alcanzado a comienzos de los años setenta.

Las cuentas externas también han tenido un desempeño muy sólido durante esta administración. En cada año del período 1990-93, la balanza de pagos exhibió un superávit, que se situó en promedio en torno a US$ 1.700 millones. Tal resultado se explica principalmente por un superávit de la cuenta de capitales, debido a un aumento importante pero sostenible en la entrada neta de capitales, en la forma de créditos e inversión directa.

En 1991, Chile experimentó un pequeño superávit de cuenta corriente de 0,2% del PIB nominal de ese año, el primero desde 1976, que se explicó por un elevado superávit de balanza comercial (US$ 1.576 millones, esto es, un aumento de 24% con respecto a 1990) a pesar de la reducción de aranceles, de la caída en el tipo de cambio real y de la expansión del consumo y del producto. En 1993, por el contrario, el país alcanzó el primer déficit comercial desde 1981, aumentando el déficit de cuenta corriente a US$ 2.100 millones (5% del PIB de ese año), el más alto desde 1984 (a pesar de un superávit fiscal y tasas de interés internas altas).

Este significativo cambio refleja la gran sensibilidad del sector externo a variaciones de la demanda agregada, en particular cuando la economía se encuentra operando cerca de la frontera productiva.

Durante este período, las exportaciones de bienes y servicios crecieron, en términos reales, en un 46%, comparado con una expansión acumulada del PIB real de 30%. Así, tanto las exportaciones de bienes y servicios como la inversión –que se ha expandido en un 48% en el cuatrienio– han sido el motor del crecimiento económico, aumentando la orientación externa de la economía chilena[33] y su potencial de crecimiento sostenido.

El Cuadro Nº 3 presenta una comparación del desempeño económico del gobierno del Presidente Aylwin con aquel de los cuatro gobiernos precedentes. La administración Aylwin se compara favorablemente en términos de expansión del PIB, inflación, nivel de los salarios reales y superávit fiscal; es interesante destacar que el desempeño de la inversión y el ahorro, así como la generación de nueva capacidad productiva, fue también notablemente superior. Sólo durante el

33 En 1993, las exportaciones de bienes y servicios representaron el 35% del PIB real, 10 puntos porcentuales más que en 1980.

Cuadro Nº 2. Ahorro e inversión en la economía chilena. 1980 - 1993

Años	*Tasa de inversión*	*Tasa de Ahorro*				
		Externo	*Interno*	*SPNF*	*Banco Central*	*Privado*
1980-89	19,1	7,9	11,1	5,9	-2,7	7,9
1990-93	24,3	2,3	22,0	8,7	-1,9	15,2
1990	24,7	2,3	22,4	9,2	-2,6	15,8
1991	22,2	-0,2	22,4	7,8	-1,5	16,1
1992	24,1	2,0	22,1	9,2	-1,1	14,0
1993	26,2	4,9	21,3			

Fuentes: Cifras elaboradas por los autores a partir de datos proporcionados por el Ministerio de Hacienda y la Dirección de Presupuesto. Las cifras para el Sector Público no Financiero (SPNF) incluyen al Gobierno General, el Fondo de Estabilización del Cobre, a las empresas públicas y al Banco de Estado -único banco comercial en manos del Estado.

Cuadro Nº 3. Comparación de variables macroeconómicas clave. 1959 - 1993
(Variación porcentual, a menos que se indique otro)

Variable	*Durante el Gobierno/Régimen del Presidente:*				
	Alessandri 1959-64	*Frei 1965-70*	*Allende 1971-73*	*Pinochet 1974-89*	*Aylwin 1990-93*
Crecimiento PIB	3,9	4,1	1,1	2,9	6,3
Tasa de inflación	26,6	26,3	285,7	79,9	17,7
Tasa de desempleo	5,2	5,9	4,7	17,3	5,5
Salario real (1970=100)	62,2	84,2	90,0	82,2	100,1
Tasa de inversión fija (% del PIB)				17,9	23,7
Déficit sector Público	4,7	2,1	16,1	0,5	-1,5

Fuentes: Marcel y Solimano (1994), Meller (1991) y Banco Central de Chile.

gobierno del Presidente Allende la tasa de desempleo fue inferior a la alcanzada durante el gobierno del Presidente Aylwin. Sin embargo, como es sabido, detrás de esa tasa había mucho empleo en el sector público en actividades no productivas, y se escondían grandes desequilibrios políticos y económicos que hacían imposible el mantener las condiciones económicas y políticas del momento.

3. VULNERABILIDAD DEL CRECIMIENTO ECONOMICO ANTE SHOCKS EXTERNOS

Para alcanzar una senda de crecimiento estable, la economía chilena también necesitará reducir su vulnerabilidad ante los shocks externos en los mercados de bienes y servicios, así como en los financieros.

Es bien sabido que son los grupos de menores ingresos los que se ven más perjudicados por la inestabilidad: períodos de expansión excesiva seguidos por períodos a veces prolongados de ajuste, y así sucesivamente. Durante las etapas expansivas, normalmente se observa una aceleración de la tasa de inflación, y son precisamente los pobres los que tienen más problemas para proteger sus activos e ingresos del "impuesto inflación". El período de ajuste suele venir acompañado de caídas en salarios y empleo, con un impacto negativo, por tanto, sobre el consumo de los grupos de menores ingresos. Estos tienen un acceso menos fluido al mercado de capitales como para suavizar el impacto negativo sobre sus posibilidades de consumo. De esta forma, se debiera esperar un comportamiento procíclico de la participación del consumo de estos grupos sobre el consumo total.

Durante el gobierno del Presidente Aylwin se observó un progreso notorio hacia la obtención de equilibrios macroeconómicos sostenibles. Se ha llevado a cabo una política activa para enfrentar los shocks, y evitar con ello la propagación de sus efectos sobre la economía interna.

El mecanismo tradicional de transmisión de shocks externos en la economía chilena ha sido la cuenta corriente, tanto a través de una caída en el volumen del comercio y/o los términos de intercambio, como de un aumento en el servicio de los pasivos externos.

En el último tiempo la deuda externa del sector público ha disminuido considerablemente, dejando un mayor espacio para el endeudamiento del sector privado y, a la vez, para seguir reduciendo la carga de endeudamiento total. En promedio, durante 1992-93, la razón deuda externa a PIB alcanzó un 48%, la más baja en los últimos 10 años[34]. Al mismo tiempo, el ingreso de inversión directa extranjera ha aumentado significativamente, alcanzando en promedio un 4% del PIB durante 1990-93. Aun cuando no existe una medida precisa del stock de capital interno en manos de no residentes, las importantes ganancias de capital en el mercado bursátil y la reinversión de utilidades sugiere que ese stock ha aumentado de forma significativa[35]. La situación deudora neta de Chile con el resto del mundo (proporción deuda-capital) ha disminuido, y la inversión extranjera directa parece tener mejores propiedades que los créditos externos y otros pasivos (como la inversión bursátil) en el ciclo económico (Ver Hanson, 1992; Larraín y Velasco, 1990).

Por otro lado, hoy en día la participación del ahorro externo en el financiamiento de la inversión ha disminuido notablemente. Mientras en los años

34 Este coeficiente fue, en promedio, de un 81% durante los años ochenta.
35 Ver una estimación en Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1994).

ochenta esta fuente de ahorro financió en promedio un 41% de la inversión interna total, sólo lo hizo en un 8% durante 1990-93.

La vulnerabilidad de la economía chilena ante shocks externos se ha reducido como consecuencia de un aumento en la diversificación de las exportaciones, tanto en términos de productos y servicios como de mercados de destino. Las exportaciones no cobre representaban un 37% y un 54% de las exportaciones totales en los años setenta y ochenta, respectivamente; éstas cubren hoy un 62%. La distribución geográfica también se ha diversificado: el comercio con Asia, por ejemplo, se ha elevado a un 20% del total.

Una mayor disponibilidad de reservas internacionales en el Banco Central también contribuye a protegerse de mejor manera ante eventuales shocks externos. Mientras estas reservas permitían financiar cinco meses de importación en 1989, en 1993 representaban cerca de un año de importaciones[36].

La menor vulnerabilidad de la economía chilena se hace evidente al comparar su evolución vigorosa durante los últimos cuatro años en un contexto internacional caracterizado por un bajo crecimiento económico y una escasa expansión del comercio mundial. Así, mientras durante el cuatrienio 1990-93 el comercio mundial se expandió a una tasa acumulada de 18%, el comercio total de Chile creció un 46%; en este mismo período, el producto mundial creció a una tasa acumulada de 3%, y el producto chileno se expandió un 30%.

Chile también ha acrecentado su integración a los mercados financieros internacionales, lo que presenta ventajas y desventajas: una mayor integración a los mercados internacionales de capital puede permitir una asignación más eficiente de capital y mejor diversificación del riesgo, pero también impone nuevos desafíos para una pequeña economía abierta como la chilena. Una mayor movilidad de capital impone una importante restricción a la política de estabilización macroeconómica de corto plazo, si es que se quiere evitar inestabilidades excesivas en el tipo de cambio real, debido al papel clave que éste tiene en la estrategia de mediano plazo basada en la expansión de las exportaciones y la sustitución eficiente de importaciones.

Al igual que varias otras economías de la región, nuestro país ha tenido problemas para manejar sus políticas de estabilización de corto plazo en un contexto de mayor movilidad de capitales y de tasas internacionales de interés extremadamente bajas (Ver Calvo *et al.*, 1993). En América Latina se ha observado una importante entrada de capitales, cierto aumento del gasto en inversión, apreciación cambiaria y de las bolsas, un empeoramiento de las balanzas comerciales, la acumulación de reservas internacionales por parte de los Bancos Centrales en un esfuerzo por evitar una apreciación mayor, y la necesidad de esterilizar para impedir el impacto inflacionario de estas operaciones de cambio. Estas dos últimas medidas han llevado a los Bancos Centrales a incurrir

36 En este análisis sólo se argumenta que el país está mejor preparado para enfrentar shocks externos, pero no se evalúa si los instrumentos de protección y los montos involucrados son o no óptimos.

en importantes pérdidas operacionales, pero han evitado una reducción más rápida en las tasas internas de interés, atrayendo así más capitales.

Como vemos, esta mayor integración financiera con el resto del mundo trae consigo beneficios potenciales para economías como la chilena, pero al mismo tiempo introduce nuevas fuentes de inestabilidad macroeconómica, tanto de corto como de largo plazo, una amenaza ante la cual el gobierno de Chile ha decidido intervenir mediante la implantación de una serie de medidas orientadas a mantener algún grado de autonomía en la conducción de su política de estabilización de corto plazo –basada, principalmente, en la política monetaria, dada la rigidez de corto plazo del instrumento fiscal–, y, a la vez, defender la competitividad del sector transable.

III. CONCLUSION Y DESAFIOS FUTUROS PARA LA ECONOMIA CHILENA

El desempeño económico del país en su nueva etapa democrática ha sido muy satisfactorio. La economía ha crecido vigorosamente durante este período, más aún considerando el bajo desempeño de la economía mundial en términos de expansión del producto y del comercio. La tasa de desempleo ha alcanzado niveles muy bajos comparada con tasas históricas chilenas y tasas actuales de otros países en vías de desarrollo e industrializados.

La inflación se ha reducido notablemente, y los motores del crecimiento –por el lado del gasto– han sido las exportaciones de bienes y servicios y la inversión. Las tasas de ahorro interno y de inversión durante este período se elevaron significativamente, y permiten hoy sostener una tasa de crecimiento del producto potencial en torno al 6-7% anual, sin presiones inflacionarias y con una contribución del ahorro externo consistente con la mantención de un sector transable competitivo.

Sin embargo, hay señales de que la fuerza de trabajo –particularmente los trabajadores capacitados– puede convertirse en una restricción importante para el crecimiento económico, por lo que se requiere de un mayor esfuerzo en la acumulación de capital humano, a través de un mejor sistema de educación y de capacitación. Ello también implica, por una parte, no ceder a presiones sectoriales de actividades de baja productividad que demandan una mayor asistencia estatal y protección permanente, y mantienen recursos productivos estancados en actividades poco dinámicas y no competitivas. Por otra parte, hace recomendable concentrar la mayor parte del apoyo a los desocupados y a los jóvenes en mejorar su capacitación laboral.

Chile ha avanzado mucho, pero persiste un gran número de desafíos que debe superar si pretende ser una sociedad desarrollada y equitativa. Entre ellos, es clave el insertarse en una senda de crecimiento más vigoroso y estable que en el pasado, para lo cual debe mantenerse el actual nivel de esfuerzo en inversión y ahorro interno, así como reducirse su vulnerabilidad a shocks externos. Como ya se ha argumentado, el crecimiento vigoroso y estable es imprescindible para superar definitivamente la pobreza –situación que, al concluir el gobierno del

Presidente Aylwin y a pesar de los logros de este cuatrienio, todavía afecta a cerca de un 40% de la población– y permitir una mejor distribución del ingreso y del consumo entre la población. Estas dos áreas son prioritarias a futuro.

Aun cuando se ha avanzado ostensiblemente en materia inflacionaria, el país también enfrenta el reto de lograr tasas de inflación más bajas que las actuales, y de consolidar las ganancias que en esta materia se han obtenido, con bastante sacrificio. Es fácil perder lo ganado rápidamente, en particular en una economía altamente indexada y expuesta a shocks externos como la chilena. De hecho, así ha ocurrido en el pasado. Por ello es muy importante que los logros que se obtengan en la lucha contra la inflación no sean a expensas de eventuales desequilibrios del sector externo. Los significativos esfuerzos realizados entre 1990 y 1993 para sostener el tipo de cambio y desalentar los ingresos de capitales de corto plazo constituyen un medio efectivo para hacer sostenibles los equilibrios macroeconómicos, estimular la inversión y viabilizar el crecimiento económico con equidad.

Un gran desafío para la economía chilena lo constituye el lograr que la integración a los mercados externos financieros y de bienes y servicios, se efectúe en un grado de una manera que contribuya al desarrollo y a la estabilidad.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ARELLANO, J. P. (1995), "Política fiscal y desarrollo social 1990 - 1993", en esta misma obra.

BANCO CENTRAL (1990), "Evolución de la economía en 1990 y perspectivas para 1991", septiembre.

_____(1992), "Evolución de la economía en 1992 y perspectivas para 1993", septiembre.

BERNANKE, B. (1983), "Irreversibility, uncertainty and cyclical investment", *Quarterly Journal of Economics*, 98: 85-106.

CABALLERO, R. y V. CORBO (1990), "The effect of real exchange rate uncertainty on exports: empirical evidence", *The World Bank Economic Review*, 3(2): 263-278.

CALVO, G. A., L. LEIDERMAN y C. REINHART (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", IMF Staff Papers, marzo.

CEPAL (1992), "Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado", Santiago.

_____(1994), "Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial", Santiago.

CORTAZAR, R. (1995), "Una política laboral para una nueva realidad", en esta misma obra.

CORTAZAR, R. y J. MARSHALL (1980), "Indices de precios al consumidor en Chile 1970-78", *Colección Estudios* CIEPLAN, 4: 159-201, Santiago.

DORNBUSCH, R. (1989), "Real exchange rates and macroeconomics: a selective survey", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 2: 401-432.

DORNBUSCH, R., S. FISCHER y P. SAMUELSON (1974), "Comparative advantage, trade, and payments in a Ricardian model with a continuum of goods", *American Economic Review*, 67: 823-839.

EDWARDS, S. y A. COX - EDWARDS (1987), "Monetarism and Liberalization: the Chilean Experiment", Ballinger, Cambridge, MA.

FONTAINE, J. A. (1989), "The Chilean economy in the 1980's: Adjustment and recovery", en Edwards, S. y F. Larraín, eds., *Debt, Adjustment and Recovery. Latin America's Prospects for Growth and Development*, Blackwell, pp. 208-233.

FOXLEY, A. (1983), "Latin American Experiments with Neoconservative Economics", Universidad de California.

FFRENCH-DAVIS, R. (1991), "Desarrollo económico y equidad en Chile: herencias y desafíos en el retorno a la democracia", *Colección Estudios* CIEPLAN Nº 31, marzo, Santiago.

FFRENCH-DAVIS, R., M. AGOSIN y A. UTHOFF (1994), "Movimiento de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones, eds., *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México, DF.

FFRENCH-DAVIS, R. y O. MUÑOZ (1990), "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89", *Colección Estudios* CIEPLAN 28, junio, Santiago.

FFRENCH-DAVIS, R. y D. RACZYNSKY (1990), "The impact of global recession on living standards: Chile, 1973-89", *Notas Técnicas* Nº 97, tercera edición, CIEPLAN, noviembre, Santiago.

HANSON, J. (1992), "Opening the capital account: A survey of issues and results", *Documento de Trabajo del Banco Mundial.*

KRUGMAN, P. (1987), "The narrow moving band, the Dutch Disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher", *Journal of Development Economics* 27: 41-55.

LABÁN, R. y F. LARRAIN (1993a), "The Chilean experience with capital mobility", en Bosworth, B., R. Dornbusch y R. Labán, eds., *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D.C.

LABAN, R. y F. LARRAIN (1993b), "Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows?", *Documento de Trabajo* 155, Universidad Católica, Santiago.

LABAN, R. y F. LARRAIN (1994), "Continuity, Change and the Political Economy of Transition in Chile", en Dornbusch, R. y S. Edwards, eds., *Stabilization, Economic Reform and Growth*, Universidad de Chicago.

LABAN, R. y H. C. WOLF (1993), "Large-scale privatization in transition economies," *American Economic Review*, 83: 1199-1210.

LARRAIN, F. y A. VELASCO (1990), "Can swaps solve the debt crisis? Lessons from the Chilean experience", *Princeton Studies in International Finance*, 69.

MARCEL, M. y P. MELLER (1986), "Empalme de las cuentas nacionales de Chile, 1960-85", *Colección Estudios* CIEPLAN 20, diciembre, Santiago.

MARCEL, M. y A. SOLIMANO (1994), "The distribution of income and economic adjustment", en Bosworth, B., R. Dornbusch y R. Labán, eds., op. cit.

MARFAN, M. (1992), "Reestimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento", *Cuadernos de Economía* Nº 29, Santiago.

MELLER, P. (1991), "Adjustment and social costs in Chile during the 1980's", *World Development*, Vol. 19, Nº 11: 1545-1561.

PINDYCK, R. (1991), "Irreversibility, Uncertainty and Investment", *Journal of Economic Literature*, 29, vol. 3: 1110-1148

RAMOS, J. y D. BRAVO (1991), "Análisis de las reformas laborales", mimeo CEPAL, Santiago.

SOLIMANO, A. y L. SERVEN (1993), "Striving for growth after adjustment: the role of capital formation", Banco Mundial, Washington, D.C.

SUMMERS, L. M. (1988), "Tax policy and international competitiveness", en J. Frankel, ed., *International Aspects of Fiscal Policies*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 349-375.

THE ECONOMIST (1992), "The fear of finance", 19 de septiembre.

TOBIN, J. (1978), "A proposal for international policy reform", Eastern Economic Journal, 4: 153-159.

TORCHE, A. (1987), "Distribuir el ingreso para satisfacer las necesidades básicas", en Larraín, F. , ed., *Desarrollo Económico en Democracia*, Ediciones Universidad Católica, Santiago.

TORNELL, A. (1990), "Real vs. financial investment: Can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?", *Journal of Development Economics*, 32: 419-444.

VELASCO, A. (1994), "The State and economic policy: Chile 1952-92", en Bosworth, B., R. Dornbusch y R. Labán, eds., op. cit.

VIÑALS, J. (1990), "Spain's capital account shock", mimeo CEPR.

WILLIAMSON, J. (1991), "On liberalizing the capital account", *The AMEX Bank Review*, Universidad de Oxford.