

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

MONSEÑOR SOTERO SANZ 175  
TELEFONOS: 2315324 - 2315325

SANTIAGO - CHILE

**POLITICA MACROECONOMICA EN UN CONTEXTO DE  
RESTRICCION EXTERNA: LA EXPERIENCIA CHILENA  
RECIENTE\***

RODRIGO VERGARA

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 282

JULIO 1998

RODRIGO VERGARA. Doctor en Economía, Universidad de Harvard. Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile. Coordinador del Area Macroeconómica del Centro de Estudios Públicos. Profesor del Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile. Ex Economista Jefe del Banco Central.

\* Se agradecen los comentarios de Harald Beyer, Jorge Cauas, Arturo Fontaine T., Loreto Lira y Patricio Rojas. Cualquier error u omisión es de exclusiva responsabilidad del autor.

POLÍTICA MACROECONOMICA EN UN CONTEXTO DE  
RESTRICCIÓN EXTERNA: LA EXPERIENCIA CHILENA RECIENTE

**Rodrigo Vergara**

**1. Introducción**

El pasado 25 de junio el Ministro de Hacienda y el presidente del Banco Central anunciaron una serie de medidas tendientes a calmar a los mercados financieros, ya que se estaba produciendo una corrida en contra del peso, que había significado que el instituto emisor perdiera alrededor de US\$1.300 millones de reservas internacionales durante dicho mes, a pesar de las altas tasas de interés prevalecientes en el mercado.

Por el lado fiscal se anunció una disminución de gasto público de US\$200 millones, lo que se sumaba a los recortes ya anunciados en enero y abril. Con estos US\$200 millones, se completaban, según el Ministerio de Hacienda, recortes presupuestarios por un total de US\$685 millones, equivalentes a 0,85% del PIB (Cuadro 1)<sup>1</sup>. Asimismo, se anunció que el crecimiento del gasto público total (excluidos intereses y bonos de reconocimiento) no superaría el 5,5% en 1998 (contra un presupuesto inicial que significaba un crecimiento por sobre 7,5%) y sería medio punto menos que el crecimiento proyectado del PIB para 1999. Esto último, en todo caso, se especificó, no incluiría el reajuste de pensiones que estaba siendo negociado en ese momento en el Parlamento y que fuera posteriormente aprobado.

CUADRO 1 MEDIDAS DE HACIENDA  
(Millones de US\$)

<b>I. Balance de Ajustes Fiscales en 1998</b>		
1. Rebaja de Inversión Empresas Públicas (enero)		170
2. Rebaja presupuestaria de inversión en Empresas Públicas (abril)		165
3. Rebaja presupuestaria de junio		200
4. Fondo Infraestructura		150
<b>TOTAL</b>	<b>(0.86% del PIB)</b>	<b>= 685</b>
<b>II. Efectos Menor Precio del Cobre en Presupuesto 1998</b>		
1. Menores traspasos de utilidades CODELCO		512
2. Menor recaudación impuesto renta privados		300
3. Menos giros proyectados FEC		(264)
<b>EFECTO FISCAL NETO</b>		<b>548</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda.

El Banco Central, por su parte, anunció un estrechamiento de la banda cambiaria de  $\pm 12,5\%$  a  $(-3,5\%, +2\%)$ , la eliminación del descuento de 2% adicional en el cálculo de la paridad central de la

<sup>1</sup> En rigor a estos US\$685 millones habría que restarle US\$150 millones del Fondo de Infraestructura, que nunca estuvieron presupuestados.

banda, la reducción del encaje a los créditos externos de 30% a 10% y la emisión de papeles reajustables de acuerdo al tipo de cambio.

El anuncio de las medidas se realizó en forma conjunta por ambas autoridades, lo que ha sido criticado por suponer algún grado de pérdida de independencia del Banco Central. No obstante, el alto grado de descoordinación que habían mostrado dichas autoridades en los últimos meses, hacía necesario una acción coordinada que calmara los mercados. En este sentido, el anuncio conjunto en pos de una misma meta debe verse como, dadas las circunstancias, algo positivo.

El propósito de este artículo es analizar las medidas recién descritas, discutir sobre los escenarios alternativos que enfrenta la economía chilena en el futuro cercano y hacer recomendaciones de política. En la sección que sigue se entregan algunos antecedentes en relación a los problemas detrás de la situación por la que está atravesando la economía chilena en la actualidad. Asimismo, se describe la reacción de las políticas macroeconómicas a las turbulencias que han presentado los mercados desde fines de 1997 y que desembocaron en medidas que las autoridades tomaron el 25 de junio. En la sección 3 se hace un análisis crítico de dichas medidas con especial mención a los beneficios y riesgos de ellas. La sección 4 contiene una descripción de los posibles escenarios futuros en estas nuevas circunstancias. Finalmente, la sección 5 entrega recomendaciones de política que permitirían reducir la probabilidad de ocurrencia del escenario más negativo.

## 2. Antecedentes

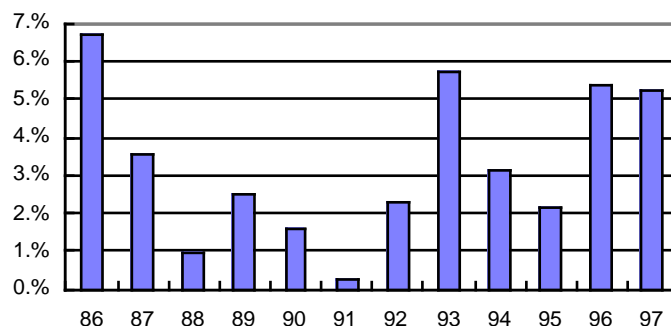
### 2.1 Exceso de gasto y déficit en cuenta corriente

Que la crisis asiática ha sido clave en explicar parte de los problemas que este año ha sufrido la economía chilena es evidente. Sin embargo, un análisis profundo de las cifras demuestra que dicha crisis simplemente desnudó una falencia que ya venía exhibiendo nuestra economía: exceso de gasto o, lo que es lo mismo, crecientes déficits en cuenta corriente. Se pensaba que se podía seguir creciendo a tasas elevadas por algunos años más sin requerir de un ajuste de gasto y tipo de cambio real, **pero los problemas que llegaron desde Asia han acelerado un ajuste que tarde o temprano debía llegar.**

Esto queda en evidencia al observar que, incluso asumiendo que se hubieran mantenido los términos de intercambio de 1997 (un año que podría suponerse como normal en esta materia), el déficit en cuenta corriente en 1998 se hubiese acercado a 6% del PIB. Y, cabe destacar, ya llevábamos dos años (1996 y 1997) con déficits superiores al 5% del PIB (Gráfico 1). Más aún, los términos de intercambio de 1998 son superiores al promedio de 1990-1993, años todos en los que el déficit en cuenta corriente fue sustancialmente menor que el de este año. (Cuadro 2.)

¿Por qué se generó este alto déficit en cuenta corriente? Básicamente porque la década de los 90 ha sido una de exceso de gasto. Si en la segunda mitad de los 80 se creció con austeridad en el gasto, en los 90 ha sucedido exactamente lo contrario. En el Cuadro 3 se observa que mientras entre 1985 y 1990 el gasto creció 7,7% en promedio al año, el ingreso lo hizo en 9,2%. En el período 91-97 el crecimiento del ingreso se ha mantenido (9,1%), no obstante el gasto lo sobrepasó con creces (10,2%). El consumo, por otra parte, que entre 1986 y 1990 creció al 5,5% promedio anual, en

GRAFICO 1 DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE COMO % DEL PIB



Fuente: Banco Central de Chile.

el período siguiente lo hizo a 8,6%. La contrapartida al exceso de gasto es el déficit de ahorro o la diferencia entre ahorro e inversión. Tal como queda en evidencia en el Gráfico 2, luego de subir consistentemente en la segunda mitad de los 80, el ahorro nacional se estanca primero e incluso cae a partir de 1995<sup>2</sup>, mientras que la inversión mantiene una tendencia al alza durante todo el período. Así, para financiar la inversión se tuvo que recurrir en forma creciente al ahorro externo (el que es sinónimo de déficit en cuenta corriente)<sup>3</sup>.

CUADRO 2 INDICE TERMINOS DE INTERCAMBIO

1986	100,0
1987	109,8
1988	125,2
1989	124,3
1990	116,5
1991	116,0
1992	112,3
1993	108,6
1994	122,2
1995	139,7
1996	123,2
1997	126,9
1998e	118,0

e= estimado.

Fuente: Banco Central de Chile y estimaciones propias.

CUADRO 3 INGRESO Y GASTO  
CRECIMIENTO PROMEDIO REAL ANUAL (%)

	Ingreso	Gasto	Consumo
86-90	9,2	7,7	5,5
91-97	9,1	10,2	8,6

Fuente: Banco Central de Chile.

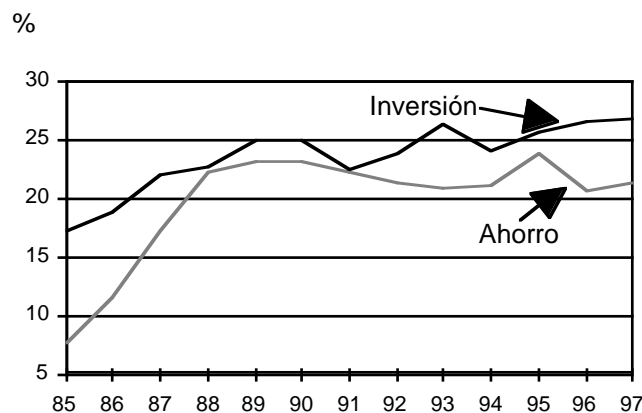
<sup>2</sup> Para una descripción detallada de la evolución reciente del ahorro y su composición véase Comisión Nacional del Ahorro, 1997, "Hacia un mayor ahorro privado en Chile", mimeo.

<sup>3</sup> Sobre el tema del ahorro en Chile y su importancia para sostener un crecimiento sostenido en el tiempo, véase Vergara, R., 1997, "Crecimiento en Chile: elementos para el análisis", en *Análisis empírico del crecimiento en Chile*, F. Morandé y R. Vergara editores, CEP-ILADES/Georgetown University.

Por cierto, nada de esta evidencia de exceso de gasto y/o déficit de ahorro produjo una mayor reacción en las autoridades, sino hasta muy recientemente cuando se empezó a mencionar el tema del ahorro como algo clave y se creó, a fines de 1997, la Comisión Nacional del Ahorro para estudiar formas de incentivar el ahorro privado. La importancia del gasto público parece haber sido reconocida sólo a mediados de este año, precisamente con la medida antes enunciada de limitar su crecimiento.

Un reflejo del exceso de gasto es la caída en el tipo de cambio real. Entre 1990 y fines de 1997 éste cayó 30% (Cuadro 4). Sólo entre diciembre de 1996 y octubre de 1997 el tipo de cambio real disminuyó 10,6%, lo que a todas luces parecía insostenible. Más aún, diversas estimaciones indican que hasta 1996 el tipo de cambio real en Chile se mantuvo en torno al equilibrio, pero que la fuerte caída de 1997 lo llevó a un nivel bajo este equilibrio. En rigor se puede sostener que la caída de 1997 estuvo fuertemente influenciada por decisiones de política de la autoridad, tomadas en enero de dicho año, como el abandono de la canasta de monedas en favor del dólar<sup>4</sup> que, en un contexto de apreciación del dólar en los mercados internacionales, también significó una apreciación del peso.

GRAFICO 2 AHORRO E INVERSIÓN  
(% del PIB nominal)



Fuente: Banco Central de Chile.

Llegó, entonces, el momento de ajustarse. Y los ajustes, al menos en el corto plazo, siempre van acompañados de un menor crecimiento. Aunque dicho ajuste era inevitable, aun sin crisis asiática, es indudable que ésta lo aceleró y profundizó. Como la situación externa empeoró drásticamente en 1998, el momento del ajuste llegó abruptamente. La profundidad de este ajuste, por otro lado, pareciera que no va a ser menor y la duración difícilmente pueda ser inferior a dos años.

<sup>4</sup> Se decidió, en la práctica, moverse hacia una paridad en relación al dólar ya que esta moneda pasó a tener un 80% de ponderación en la canasta.

CUADRO 4 TIPO DE CAMBIO REAL  
(1986=100)

	Promedio anual
1988	111,2
1989	108,6
1990	112,7
1991	106,4
1992	97,6
1993	96,9
1994	94,2
1995	88,9
1996	84,8
1997	78,3
1998*	78,5

\* Promedio hasta mayo.  
Fuente: Banco Central de Chile.

## 2.2 Políticas macroeconómicas

Luego que se agravara la denominada crisis asiática, la economía chilena empieza a sentir sus efectos. La disminución en las exportaciones a esos mercados<sup>5</sup> más la violenta caída en el precio del cobre significaron pasar del amarillo al rojo a las cuentas externas de Chile. En efecto, las proyecciones indican que en 1998 el déficit en cuenta corriente se acercará a 7% del PIB. Esta cifra no es demasiado diferente a la que tuvieron países como México y Tailandia antes que se desataran sus respectivas crisis<sup>6</sup>. Pero además de lo anterior, tal como se mencionó recién, empieza a surgir la percepción, bastante generalizada, que el problema de desequilibrio en las cuentas externas no era sólo algo coyuntural, sino que contenía elementos estructurales que significaban que el menor precio del cobre no era la única explicación a dicho desequilibrio. En efecto, aunque obviamente el déficit en cuenta corriente sería menor con un mayor precio del cobre, esto por sí solo no alcanzaba para llevar las cuentas a un nivel que se pueda considerar de equilibrio<sup>7</sup>.

Luego, era necesario una restricción fuerte de gasto y un aumento en el tipo de cambio real. La pregunta, como siempre en estos casos, era si el aumento de tipo de cambio real iba a ser ayudado por un alza en el tipo de cambio nominal o si se iba a buscar un ajuste vía reducción de precios domésticos inducidos por una menor demanda interna.

La política cambiaria que Chile ha tenido desde hace ya más de una década<sup>8</sup>, con una banda que en el tiempo se ha ido ampliando para permitir mayor libertad en el tipo de cambio, hacían parecer que el ajuste inicial vendría vía tipo de cambio nominal.

<sup>5</sup> Chile, con un 33% del total exportado, es el país de América Latina con mayor exposición a Asia en términos de sus exportaciones.

<sup>6</sup> Aunque, cabe destacar, en dichos casos ese nivel de déficit en cuenta corriente se mantuvo por un período más prolongado.

<sup>7</sup> Véase Fontaine, Juan Andrés, "¿Es sostenible nuestro déficit en cuenta corriente?", *Estudios Públicos*, 72, primavera 1998.

<sup>8</sup> Véase Vergara, Rodrigo, "Política cambiaria en Chile: La experiencia de una década, (1984-1994)", *Estudios Públicos*, 56, primavera 1994.

De hecho ya a fines de 1997 el tipo de cambio subió desde \$420 a \$440. El mercado, tanto local como internacional, hacía sentir que un ajuste en esta variable era necesario. Sin embargo, el Banco Central decide en diciembre poner un freno al alza en el tipo de cambio y lo defiende inicialmente en \$440. En diciembre y enero el ataque contra el peso es de tal magnitud que la tasa de interés interbancaria llega en algún momento a superar el 100% y el Banco Central pierde US\$1.800 millones (un 10% de sus reservas internacionales) entre diciembre de 1997 y enero de 1998. Finalmente, decide soltar el tipo de cambio, que llega rápidamente a \$470, para luego, con algo de intervención del instituto emisor, volver a \$455. El Banco Central, asustado por los efectos inflacionarios de una escalada de esta variable, decidió defender nuevamente el tipo de cambio en torno a este valor. Esta vez acompañó esta decisión con un alza en la tasa de interés de instancia monetaria<sup>9</sup> de 7% a 8,5%.

Posteriormente la situación se tranquilizó, las tasas de interés se mantuvieron por un tiempo en el rango de 8,5%, el Banco Central dejó de perder reservas y una aparente calma se apoderó de los mercados. En tanto las altas tasas de interés, sumado a un empeoramiento de las expectativas económicas, empezaron a producir efectos sobre la actividad y se comenzaron a percibir los primeros síntomas de una desaceleración que llevaría a un crecimiento inferior a 4% en la segunda mitad de 1998.

A pesar de la aparente tranquilidad, durante todo el período que va desde febrero a junio de 1998 existió una sensación de que el tipo de cambio en cualquier momento podía nuevamente presionar al alza. La sensación era que la autoridad lo estaba sosteniendo artificialmente y que en la medida que la demanda interna se desacelerara, y luego se redujeran los temores inflacionarios de un alza en el tipo de cambio, lo iba a dejar subir.

A lo anterior se sumó un empeoramiento de la percepción sobre la situación externa. En efecto, ya estuvieron más claros los efectos de la crisis asiática y fue evidente que ésta era más profunda de lo que previamente se había pensado. A mediados de año se hizo más crítica la situación en Japón, lo que ayudó a deteriorar las expectativas. Finalmente, quedaron claras las discrepancias que existían entre el gobierno y el Banco Central sobre la política cambiaria a seguir. En efecto, mientras el primero, más algunos importantes parlamentarios de la coalición gobernante, argumentaban sobre la necesidad de una alza en el precio de la divisa, el instituto emisor, utilizando el argumento de que ello sólo sería inflacionario si no había un ajuste real en el gasto, decidió mantener el freno sobre el alza en el tipo de cambio.

Nuevamente se desató un ataque especulativo en junio. El Banco Central perdió reservas por más de US\$1.300 millones y las tasa de interés interbancarias subieron a niveles de 50% y más. En este escenario se tomaron las medidas antes mencionadas.

A cuatro semanas de dichas medidas, el ambiente parece haberse tranquilizado. El dólar se ha mantenido en la parte inferior de la banda y las tasas de interés vuelven lentamente a su nivel previo a la crisis, que, por cierto, todavía es elevado. No obstante, queda la sensación que si bien se

---

<sup>9</sup> Corresponde a la tasa de interés que el Banco Central utiliza para fines de política monetaria, y en principio debiera ser parecida a la tasa interbancaria.

ganó una importante batalla todavía no se ha ganado la guerra y que de darse un nuevo empeoramiento en el escenario externo no es descartable que vuelvan las turbulencias.

### 3. Análisis crítico de las medidas

#### 3.1. Banco Central

¿Por qué el Banco Central decidió moverse de un tipo de cambio virtualmente variable a un tipo de cambio virtualmente fijo? La razón técnica es que no estaba dispuesto a permitir que el tipo de cambio subiera más allá de cierto nivel, por temor a que la inflación se le disparara. Si ese es su objetivo, en principio puede resultarle más fácil defender el valor de la divisa bajo un esquema de cambio fijo. Las bandas estrechas le dan mayor credibilidad a su compromiso cambiario. Es muy difícil defender un cierto nivel del tipo de cambio bajo un esquema de tipo de cambio flexible. ¿Por qué el mercado, por ejemplo, va a creer que el Banco Central va a defender hasta las últimas consecuencias el tipo de cambio en los \$455 que trató de defender hasta junio?, ¿qué lo compromete a ese nivel, si la misma regla cambiaria existente hasta ese momento permitía que el valor del dólar subiera incluso por arriba de \$500? Así, entonces, el instituto emisor buscó una regla que le significara un mayor compromiso (o “atarse de manos”), lo que haría más creíble su política en el mercado.

A lo anterior se suma un efecto político. Estrechando la banda necesariamente pondría al gobierno de su lado. En efecto, ambas autoridades saben que es muy distinto dejar que el tipo de cambio se devalúe dentro de una banda a que se devalúe rompiendo una banda. En el primer caso no se rompe ninguna regla explícita; en el segundo sí, lo que por lo general se traduce en turbulencias económicas de marca mayor. Hoy para el gobierno es tremendamente riesgoso que el mercado perfore la banda cambiaria del Banco Central, porque ahora las consecuencias son probablemente desastrosas, al menos en el corto plazo. En vísperas de una elección presidencial, el tema se torna aún más sensible.

¿Cuál es el riesgo de esta medida? Precisamente, el riesgo es que el mercado no le crea al Banco Central y que en algún momento se reanuden las presiones sobre la moneda. La credibilidad, en un escenario en que el mercado ha sido fuertemente golpeado y donde, por lo tanto, está muy sensible, va a estar directamente relacionado con los eventos que vengan de la economía internacional. En efecto, un empeoramiento en la situación externa puede traducirse en una pérdida de confianza interna.

Una baja credibilidad se reflejaría en que habría que mantener en el tiempo tasas de interés elevadas, que provocan un serio daño a la actividad productiva y al sistema bancario. **Debe tenerse muy claro que a la larga tasas de interés elevadas son tan insostenibles como la pérdida de reservas. Son, en el mediano plazo, dos caras de la misma medalla.** Y en un escenario donde hay una fuerte desaceleración de la actividad, donde se pueden empezar a notar problemas de desempleo y donde hay una elección política importante el próximo año, las tasas de interés elevadas pierden fuerza como medida de política demasiado creíble. En otras palabras, el tiempo que se puede mantener este instrumento es limitado.



Por ello es que es fundamental, para el éxito del nuevo sistema cambiario, el ganar credibilidad lo antes posible. Esto es especialmente importante en las circunstancias actuales, donde la situación económica externa, que es por definición no controlable, se ve muy volátil.

El problema es que si hay una materia donde el Banco Central de Chile no es precisamente creíble, es en el tema cambiario. En efecto, durante la segunda mitad de los 80 la banda se devaluó constantemente y en los 90 se ha revaluado también en repetidas ocasiones<sup>10</sup>. Más aún, en estos últimos episodios (fines de 1997 y 1998) el instituto emisor ha perdido dos veces la batalla contra el mercado, en \$440 y en \$455. ¿Por qué tenemos que creer que la va a ganar si es que hay una próxima vez?. La credibilidad, entonces, es fundamental en las actuales circunstancias. Esta se gana en el tiempo y, muchas veces, con hechos concretos. Argentina, por ejemplo, luego de las repercusiones de la crisis en México a fines de 1994 y 1995, estuvo dispuesta a ir a una recesión en que el PIB cayó cerca de 5% y el desempleo subió a 20% con tal de mantener su paridad cambiaria. Hoy, por lo mismo, su sistema cambiario goza de mucho más credibilidad que entonces.

Por otro lado, se debe destacar que en un escenario de cierta incertidumbre, la contrapartida de un tipo de cambio semifijo es una tasa de interés más volátil. Es posible que esta sea la situación que se presente en Chile, al menos por un tiempo.

La otra pregunta que cabe hacerse es si son tan justificados los temores del Banco Central con respecto a los efectos en la inflación de un alza en el tipo de cambio. La experiencia de la primera mitad de 1998 muestra que al menos parece que han sido exagerados. En efecto, el tipo de cambio ha subido 10% y la inflación se ha mantenido baja. Esto no significa desconocer que obviamente la devaluación tiene un efecto inflacionario. Sólo se trata de reconocer que no es el único factor relevante. Los cambios en las paridades y la desaceleración de la economía también son relevantes y no parecen haber tenido la consideración adecuada en los análisis de la autoridad. También son relevantes los estudios que muestran que los efectos en la inflación de un alza en el tipo de cambio son mucho menores cuando se parte de una situación de desequilibrio cambiario, es decir cuando la devaluación sólo corrige precios relativos que inicialmente estaban desalineados<sup>11</sup>.

En el Banco Central también existía el temor que si se permitía subir al tipo de cambio, esta alza no tendría límite. Se daba como ejemplo los casos de Corea, Indonesia y Tailandia donde la devaluación fue de varios cientos por ciento. Si se daba ese escenario, no había dudas que la inflación se dispararía. Pero es claro que dichos países estaban en una severa crisis y que se les habían agotado las reservas. Era más razonable pensar que en Chile el ajuste cambiario sería como en Nueva Zelanda, Australia o Taiwán, países todos afectados por la crisis asiática, algunos con problemas de déficit en cuenta corriente, pero con elevadas reservas y, más importante, con economías estructuralmente sólidas. En dichos casos las monedas se han devaluado en el rango de 25% a 35% y la inflación se ha mantenido bajo 3%. (Cuadro 5.)

---

<sup>10</sup> Sobre el tema de la banda cambiaria y la credibilidad en la política véase Magendzo, I., P. Rojas y R. Vergara, 1996, "Bandas Cambiarias: Experiencia Chilena, 1990-1994", en F. Morandé y R. Vergara editores, *Análisis Empírico del Tipo de Cambio en Chile*, CEP-ILADES/Georgetown University.

<sup>11</sup> Ver De Gregorio, José, "Déficit en cuenta corriente: ¿estamos frente a un problema?", *Estudios Públicos*, 72, primavera 1998.

CUADRO 5 PARIDADES CAMBIARIAS

	Australia Dólar A/US\$ a diciembre	Nueva Zelandia Dólar ZN/US\$ a diciembre	Taiwán Dólar T/US\$ a diciembre
1996	1,26	1,42	27,25
1997	1,53	1,72	32,45
1998*	1,61	1,92	34,35

\* a julio.  
Fuente: Reuters.

En cuanto al resto de las medidas del instituto emisor, la polémica ciertamente ha sido menor y cuentan con un consenso relativamente amplio. Se podría, sin embargo, haber eliminado el encaje en vez de reducirlo a 10%. Es claro que ya no tiene utilidad alguna. Quizá se mantuvo por haber sido una bandera de lucha de las actuales autoridades, por lo que políticamente les resulta difícil eliminarlo. Se menciona también que al no eliminarlo siempre queda abierta la posibilidad de subirlo nuevamente si las condiciones cambian.

Con relación a los papeles reajustables al dólar, éstos ayudan a calmar las expectativas del mercado en cuanto ahí también hay un compromiso cambiario del Banco Central, ya que si sube el tipo de cambio pierde plata. Por otro lado, subastar estos instrumentos es lo mismo que subastar dólares a largo plazo, por lo que cubre parte de la demanda que hoy existe por la moneda extranjera. Por cierto, confiar demasiado en estos instrumentos y emitirlos en grandes volúmenes podría transformarse en un *boomerang*, lo que llama a la prudencia en esta materia a las autoridades. Ya conocemos los casos de países, notablemente México, cuyo uso y abuso de este instrumento le significó fuertes costos en la crisis de fines de 1994.

Por último, la eliminación del descuento adicional de 2% anual a la regla cambiaria por ganancia de productividad, también parece como una medida enteramente razonable dadas las actuales circunstancias de pérdida de competitividad externa.

### 3.2 Hacienda

Las medidas de Hacienda están destinadas a descomprimir el gasto interno y así permitir que la devaluación que se ha producido no sea inflacionaria. Otra forma de mirarlo es que permiten que el Banco Central tenga una política monetaria más relajada sin que ello se traduzca en mayor inflación. Al sumar los montos recortados en enero, abril y junio se llega a US\$535 millones o un 0,7% del PIB. Así, objetivamente hay un esfuerzo fiscal importante. Más aún, el hecho de rebajar el presupuesto público en US\$200 millones a mitad de año, cuando hay gran parte del presupuesto ya ejecutado, es muy meritorio.

Como medidas son positivas y se deben valorar como tales. Más aún, se valora el hecho de que el fisco se comprometa a un crecimiento acotado del gasto público excluidos intereses y bonos de reconocimiento<sup>12</sup> para este y el próximo año.

<sup>12</sup> La decisión de excluir los bonos de reconocimiento de la medición es conceptualmente más discutible. Sería muy largo entrar a dicha discusión aquí, por lo que se decidió simplemente mantener la medición utilizada por el gobierno.

Sin embargo, dadas las circunstancias actuales, este esfuerzo no es suficiente. Al incluir las empresas públicas y el Banco Central el sector público global tendrá en 1998, por primera vez en muchos años, un déficit. Además, al incluir el mayor gasto en pensiones, que es lo correcto, en 1999 el gasto público crecerá nuevamente más que el PIB. Es por esto que, tal como se propone en la última sección de este artículo, lo razonable sería que el compromiso para 1999 fuera un crecimiento del gasto público excluidos intereses y bonos de reconocimiento, pero incluido el reajuste de pensiones, 1/2 punto inferior al crecimiento estimado del PIB. A su vez, la estimación oficial de este último debiera ser prudente (ojalá no superar el 4,5%).

Además de lo anterior, es evidente que en Hacienda ha habido un problema comunicacional importante. De alguna forma se ha subestimado la capacidad de análisis del mercado y se han tratado de presentar cifras alejadas de la realidad. Por ejemplo, en enero se habló de un ajuste en la inversión de las empresas públicas de US\$340 millones, pero la verdad es que el ajuste sólo era la mitad de eso. Posteriormente el gobierno reconoció esto y de hecho sus propias cifras hablan de un ajuste en enero de US\$170 millones. Luego, en junio, entrega información en que suma a sus ajustes US\$150 millones del recientemente creado Fondo de Infraestructura, porque, según la ley, podría eventualmente gastarlo. Pero la verdad es que nunca han estado presupuestados, luego no debe incluirse como un menor gasto. Si se gastara debiera sumarse como un mayor gasto y si no se gasta se está en la misma situación original. En resumen, hay un esfuerzo que consiste en no gastarse los recursos extraordinarios, pero eso no significa gastar menos como se ha tratado de presentar.

Es, en este mismo contexto, positivo resistir las presiones que estos recortes han producido, especialmente en el sector salud<sup>13</sup>. Sin embargo, una parte fundamental de estos ajustes, aquella parte que podríamos llamar más subjetiva y que tiene que ver con las expectativas de la gente, se diluye si en el mercado existe una sensación, avalada por hechos, de cierta inseguridad con relación a la verdadera magnitud de las cifras presentadas. Subestimar al mercado puede ser un error fatal. Es de esperar que las autoridades de Hacienda a estas alturas lo tengan ya claro.

#### **4. Escenarios posibles**

La pregunta que surge en este nuevo ambiente es cuáles son los posibles escenarios que enfrentaría la economía chilena en los próximos dos años.

Independientemente si se está o no de acuerdo con el estrechamiento de la banda cambiaria, hoy eso ya, desafortunadamente, es una realidad y, por lo tanto, es razonable pensar que si se llegara a vulnerar la nueva banda, se corre el serio riesgo de entrar definitivamente en una crisis. Es en ese contexto que la opción de abandonar la banda es hoy en día una medida extrema que debe evitarse. En otras palabras, dejar que hoy el tipo de cambio supere los \$482 es muy distinto a que si lo mismo hubiera sucedido previo a las medidas que establecieron el techo de la banda en dicho valor.

---

<sup>13</sup> Por cierto, éste todavía no es un tema cerrado, pero el propio Presidente ha manifestado que dicho recorte se mantiene a todo evento.

Tanto el Banco Central como Hacienda están conscientes de ello, por lo que cabe esperar una férrea defensa de la banda. Los agentes económicos también lo tienen claro, lo que incrementa las posibilidades de éxito bajo el nuevo esquema.

Así entonces, pareciera que sólo hay dos escenarios posibles: el primero en que el Banco Central gana credibilidad rápidamente en su política cambiaria, las tasas de interés se moderan y la economía tiene un aterrizaje suave que probablemente dure este año, el próximo y eventualmente hasta el 2000, con crecimientos anuales más cercanos al 4%. El segundo en que las turbulencias reaparecen, se ataca la banda y el Banco Central no puede sostenerla. En este caso, dado que se trataría del quiebre de una regla explícita, la devaluación podría ser de una magnitud considerable, se perdería la confianza y entraríamos en un período de alta inflación y bajo crecimiento (menor, al menos en el corto plazo, al escenario anterior). No se puede descartar que, en este escenario, incluso se entre en una recesión.

La decisión de política cambiaria tomada por el Banco Central es riesgosa, pues si bien es cierto que lo ayuda a ganar credibilidad y, luego, incrementa sus probabilidades de éxito, es también cierto que si falla, el costo es enorme.

A continuación se hace un análisis más detallado de cada uno de ambos escenarios:

*a) Escenario 1: Se mantiene la regla cambiaria*

Este es el escenario más optimista. Además, en la medida que la situación externa no se deteriore aún más, su probabilidad aumenta. En este escenario el Banco Central logra resistir posibles nuevos embates que haya contra el peso y el tipo de cambio se mantiene al interior de la banda cambiaria.

El período más crítico es lo que resta de 1998, ya que los ataques contra el peso son muy recientes, por lo que cabe esperar un tiempo antes de lograr una estabilidad más permanente. Además, en este segundo semestre la situación de la economía internacional debiera tender a aclararse, y para fines de año ya se sabría con más certeza si Asia se estabilizó (dentro de sus problemas) o si todavía las cosas pueden seguir empeorando. Asimismo, se tendrá mayor claridad respecto de su verdadero impacto sobre Estados Unidos y Europa<sup>14</sup>.

En este escenario las tasas de interés se mantienen elevadas, pero con una probabilidad alta de que, cuando disminuya la incertidumbre cambiaria, éstas tiendan a bajar. Se puede pensar en dos bajas, una a fines de año y otra a comienzos de 1999. Ambas reducciones podrían ser de 1/2 punto porcentual, con lo que la tasa interbancaria llegaría a 7,5% en el primer semestre de 1999. Es difícil pensar en una reducción adicional de tasas en un ambiente en que la cuenta corriente seguirá mostrando déficits superiores a 5,5% del PIB en 1999. Así, se mantendría una situación de ajuste, pero no una que podría significar un sobreajuste.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Aunque hasta el momento estas dos áreas han parecido inmunes a los problemas en Asia, es todavía muy temprano para sacar una conclusión definitiva.

<sup>15</sup> La definición de sobreajuste es complicada sobre todo cuando se tiene un déficit en cuenta corriente de 7% del PIB. No obstante, para nuestros efectos estimamos que crecimientos sobre el 4% son razonables, mientras que más cercanos al 3% pueden corresponder a un sobreajuste.

En todo caso, hay que tener presente que bajo la regla cambiaria que eligió el Banco Central, la volatilidad se traspassa del tipo de cambio a la tasa de interés. En otras palabras, aunque es probable que como tendencia las tasas de interés bajen, también es esperable que la volatilidad de ellas aumente.

Este escenario, aunque es el más optimista, igual significa una fuerte desaceleración de la economía. Hacia fines de 1998 la economía estaría creciendo entre 2% y 3% y el promedio del año sería inferior a 5%. Para 1999 el crecimiento podría estar en torno a 4%.

Incluso, de no ser posible un relajamiento monetario como el antes planteado, es posible tener un escenario alternativo, dentro del escenario en que la banda cambiaria se mantiene, en que el PIB sólo crece 3% en 1999. Esto último va a depender crucialmente del escenario externo.

Uno de los elementos positivos es que esta desaceleración en el crecimiento de la actividad se produce en un momento en que el desempleo está particularmente bajo. En efecto, la tasa de desempleo sigue siendo menor que la de 1997 y es la más baja de las últimas décadas. No obstante lo anterior, es esperable un aumento en el desempleo, que podría llegar a 7% o algo más en alguna parte del segundo semestre. Parte de este incremento es estacional (tradicionalmente el desempleo sube a mediados de año), pero parte será consecuencia de un ciclo económico menos favorable. Más aún, es posible que el desempleo suba a 8% en 1999, cifra que no se veía desde 1994. Esta cifra puede incluso ser mayor de mantenerse un escenario monetario restrictivo. En todo caso, dada la baja base de desocupación con la que partimos, este escenario, aunque conlleva un aumento en el desempleo, no significaría mayores trastornos en esta materia.

En materia de cuentas externas, el déficit en cuenta corriente, en este escenario, bajaría de 7% del PIB en 1998 a entre 5,5% y 6% del PIB en 1999 (asumiendo, para este último año, un precio del cobre de 85 centavos de dólar).

Es probable, que dadas estas cuentas externas, el ajuste monetario se tenga que mantener hasta el año 2000 inclusive. Este sería un año políticamente óptimo para mantener un ajuste, con un crecimiento que no supere el 5%, ya que habría un nuevo gobierno recién asumido<sup>16</sup>. De esta manera se lograría reducir a niveles más razonables el déficit en cuenta corriente (bajo 5% del PIB).

En este escenario, el tema político es clave, ya que dependerá crucialmente de que el gobierno sea capaz de resistir las presiones populistas que inevitablemente surgirán en un escenario contractivo, las que se agrandarán en un año de elecciones presidenciales. De ahí la importancia que la credibilidad se gane lo antes posible, a lo que ciertamente ayudaría mucho un escenario externo favorable, para tener espacio para reducir las tasas de interés, de modo que haya ajuste (el que es necesario), pero que éste no se transforme en un sobreajuste. Si se da este último caso la presión política se podría tornar insostenible, lo que sería percibido por el mercado produciéndose un nuevo ataque contra el Banco Central.

Por último, se asume que en este escenario, una vez que haya pasado el período de alta incertidumbre, el Banco Central podría implementar cambios menores en la banda de modo de permitir una mayor devaluación real del peso. Estos cambios no afectarían la credibilidad de la política

---

<sup>16</sup> Es interesante notar que los dos últimos gobiernos han aplicado medidas contractivas en su primer año en el poder.

cambiaría y permitirían un ajuste necesario en precios relativos. Se vuelve sobre este tema en la última sección de este artículo.

*b) Escenario 2: Se rompe la regla cambiaria*

Si la crisis externa se acentúa, la presión sobre el peso se podría hacer insostenible, y finalmente el Banco Central sería incapaz de mantener la banda cambiaria. En este caso estaríamos en un escenario diferente y mucho más caótico. Por ejemplo, podemos imaginarnos una situación en la cual el nuevo gobierno japonés no logra despertar confianza, ante lo cual el yen se sigue depreciando y llega a niveles de 150-160 por dólar. La presión sobre China aumenta y finalmente devalúa; con ello se incrementa la incertidumbre en la economía mundial y se produce una nueva corrida en contra de las monedas de las economías emergentes. Otro ejemplo sería el que se agudizaran los problemas en Brasil. Esto, evidentemente, también pondría una fuerte presión sobre el peso en Chile<sup>17</sup>.

La devaluación en este escenario es difícil de cuantificar, pero ciertamente no sería menor. Si previo a las medidas de junio se pensaba que si se dejaba libre el tipo de cambio éste podía subir a lo más 20%, hoy, con tipo de cambio semifijo, la apuesta es mucho más riesgosa, pero en todo caso es muy difícil imaginar un escenario de ataque a un tipo de cambio fijo en que, si éste no resiste, la devaluación es inferior a 20%.

En este escenario la inflación se dispara, llegando rápidamente a dos dígitos, caen los salarios reales, se pierde totalmente la confianza por un período largo de tiempo, y se entra a un período de estancamiento de la actividad. Probablemente el PIB no crecería nada en 1999 y el desempleo llegaría también a dos dígitos.

## 5. Recomendaciones de política

Se ha sostenido que, de no mediar un empeoramiento significativo en la economía internacional, la probabilidad del escenario en que se logra defender exitosamente la nueva regla cambiaria aumenta. Sin embargo, esto no significa que no habrá nuevas presiones sobre el tipo de cambio y, dada la política cambiaria, sobre las tasas de interés. Para evitar que estas presiones se tornen insostenibles, es decir, para aumentar la probabilidad de éxito (o disminuir la probabilidad de ocurrencia del escenario negativo), se recomiendan las siguientes medidas de política:

a) En el ámbito cambiario

- i) En el corto plazo no cabe hacer modificaciones a los límites de la banda. Cualquier cambio podría llevar a una pérdida de credibilidad que puede resultar fatal. No obstante, se estima conveniente dejar que, si hay presiones de mercado, el tipo de cambio suba a la mitad

---

<sup>17</sup> Sobre la posición de América Latina en esta coyuntura ver Gerardo Esquivel y Felipe Larraín, 1998, "América Latina frente a la crisis asiática", *Estudios Públicos*, por aparecer.

superior de la banda de flotación. Es posible que el Banco Central se haya empeinado en mantenerlo en la parte inferior luego de las medidas, para evitar cualquier sorpresa o nuevo ataque por parte del mercado. Pero, aunque ciertamente no podemos saber exactamente cuál es el tipo de cambio de equilibrio, en las actuales circunstancias es más creíble un precio de la divisa en el rango \$470-\$480 que en la parte inferior de la banda. De sujetarse el tipo de cambio en la parte inferior de la banda seguirán aumentando las coberturas cambiarias y se mantendrán altas las tasa de interés. Y si, en un ambiente de desaceleración económica y posible aumento en el desempleo, no pueden bajar las tasas de interés por motivos cambiarios, la credibilidad podría irse perdiendo.

- ii) Se recomienda volver a la canasta que existía previo a enero de 1997, es decir donde la ponderación del yen y el marco suben a 25% y 30% respectivamente. Esta es la única manera de reducir el impacto de los cambios en las paridades internacionales en el tipo de cambio real. Esta medida no tiene un impacto inmediato en la banda, por lo que no debiera producir ningún problema de credibilidad, lo que la hace calificar para su introducción en el corto plazo.
- iii) Una vez que la situación cambiaria se haya tranquilizado, digamos a principios de 1999, es razonable pensar en modificaciones que, sin alterar la esencia de la política cambiaria, le den más flexibilidad al tipo de cambio y, además, mayor espacio al alza. Por ejemplo, se podría anunciar que, con el fin de volver a una banda simétrica, el techo de la banda se reajustaría 1,5% más que el piso en forma gradual, de forma de llegar a mediados de año a una banda de  $\pm 3,5\%$ . De ahí se debería seguir avanzando en el camino de mayor flexibilidad cambiaria.
- iv) Por último, se recomienda reducir a 1,5% el descuento por inflación externa. Este nivel está más de acuerdo con los niveles promedio de inflación que tienen los tres países representados en la canasta.

#### b) En el ámbito fiscal

El fisco debiera incluir el reajuste de pensiones en su cálculo de crecimiento del gasto público en 1999. Así, el gasto público total excluidos intereses y bonos de reconocimiento, pero incluido el mayor gasto en pensiones, debiera crecer medio punto menos que el PIB. A su vez la proyección de crecimiento del PIB para 1999 no debiera superar el 4,5%. El anuncio de esta medida debiera hacerse a la brevedad, lo que daría mayor credibilidad al paquete de medidas.

#### c) En el ámbito de las reformas estructurales

Cualquier medida estructural tendiente a incrementar la competitividad, como privatizar, mejorar servicios públicos, bajar aranceles y otras, es bienvenida por dos razones. En primer lugar, porque son buenas en sí mismas en tanto aumentan el potencial de crecimiento de largo plazo de la econo-

mía. Pero en segundo lugar, en las actuales circunstancias tienden a aumentar la credibilidad de las políticas de la autoridad. Y precisamente la credibilidad es el elemento clave en esta coyuntura. Una autoridad fuerte, dispuesta a hacer cambios que pueden significar costos políticos de corto plazo, pero que evidentemente apuntan en la dirección de incrementar la productividad en el mediano plazo, tiene más probabilidad de ganar la batalla de la credibilidad que una autoridad pasiva que se queda a la espera de que le mejore la suerte.

En este contexto, se recomienda privatizar una empresa pública de importancia. En concreto se recomienda privatizar el Banco del Estado. Hoy existe interés en la banca internacional por un banco chileno de tamaño relativo significativo. Por otro lado, en el contexto actual del mercado bancario y de capitales en Chile, un banco estatal no tiene mayor justificación. Se calcula que una privatización como ésta podría recaudar unos US\$1.000 millones, lo que a una tasa de interés de 7% significa un flujo de ingreso permanente para el fisco de US\$70 millones. Por último, además del efecto sobre la credibilidad, esta medida tiene el efecto concreto, muy importante en el contexto actual, de significar un ingreso importante de capitales.