

# EL MANEJO DE LA ECONOMÍA CHILENA FRENTE A LA CRISIS ASIÁTICA 1997 - 2001

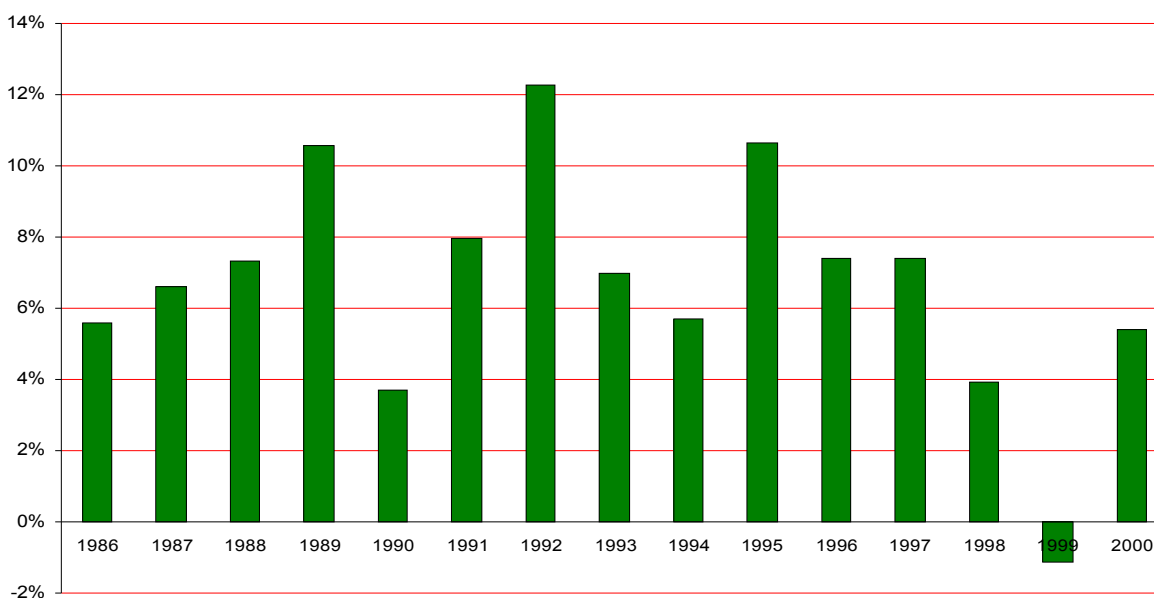
Alvaro Covarrubias R.<sup>1</sup>

**RESUMEN.** El presente trabajo tiene como objetivo analizar el manejo de la economía chilena frente al fenómeno de la Crisis Asiática que azotó al mundo entre 1996 y 1998. Se traza un panorama de cómo venía funcionando la economía chilena hasta que las autoridades monetarias decidieron intervenir frente a la crisis, a partir de diciembre de 1997. Posteriormente, se analizan los efectos de esas medidas con una serie de indicadores que muestran los efectos sobre el desempeño de la economía y el bienestar de los chilenos. Finalmente se intenta contestar la principal pregunta que surge del análisis de las políticas con las cuales las autoridades encararon la situación, especialmente: ¿Era posible superar la crisis con otras medidas que hubieran hecho más soportable el altísimo costo social pagado por los chilenos?.

## 1. La situación de la economía antes de las medidas

Entre 1987 y 1997, la economía chilena tuvo lo que se llamó su **década de oro**. La tasa de crecimiento promedio del Producto Interno Bruto (PIB) fue de un 8 % anual, con un incremento acumulativo en el periodo de un 130% en términos reales. Las tasas de crecimiento anuales del PIB se muestran en el gráfico 1.

**Gráfico 1**  
**Tasa de crecimiento anual del PIB<sup>2</sup>**



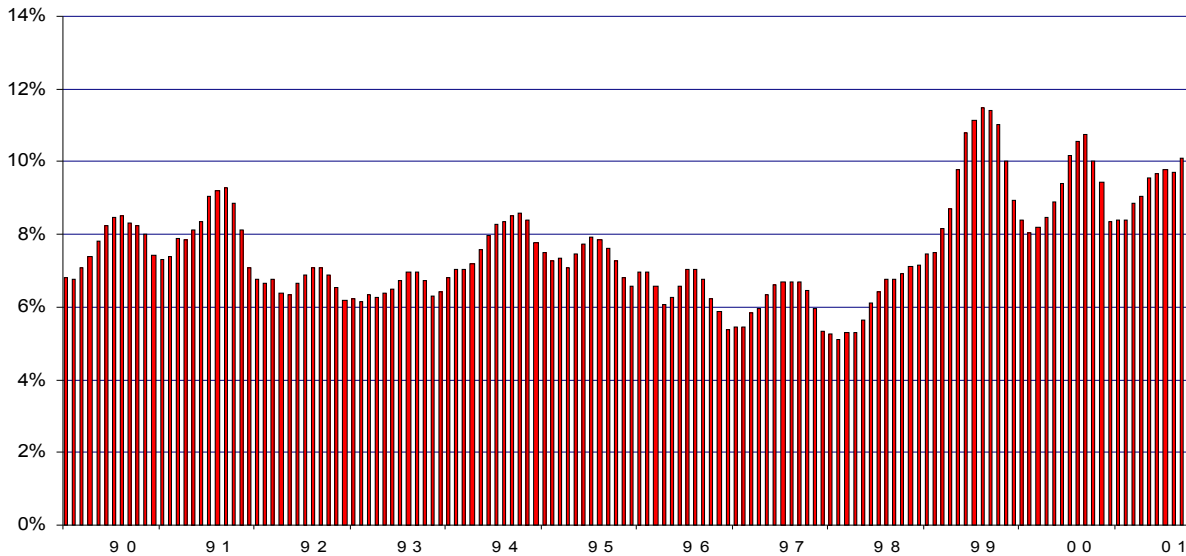
Al estar creciendo el Producto a tasas sostenidas que el país no había conocido previamente, la cesantía se fue reduciendo consecuentemente. Desde las tasas superiores al 10% que se habían

<sup>1</sup> Ingeniero Civil de Industrias (Pontificia Universidad Católica de Chile), M.A. y Doctor © en Economía (Universidad de Cornell, Estados Unidos). Profesor de la Facultad de Ingeniería, Universidad de Talca. Casilla 721, Talca, Chile. E-mail: [alcovar@utalca.cl](mailto:alcovar@utalca.cl)

<sup>2</sup> Todas las cifras estadísticas provienen del Banco Central de Chile, disponible en: <http://www.bcentral.cl>

observado hasta 1988, en diciembre de 1997 la desocupación alcanzó sólo al 5,3%; una tasa cercana a lo que podría calificarse técnicamente como una situación de pleno empleo (gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Tasa de Desocupación según INE**

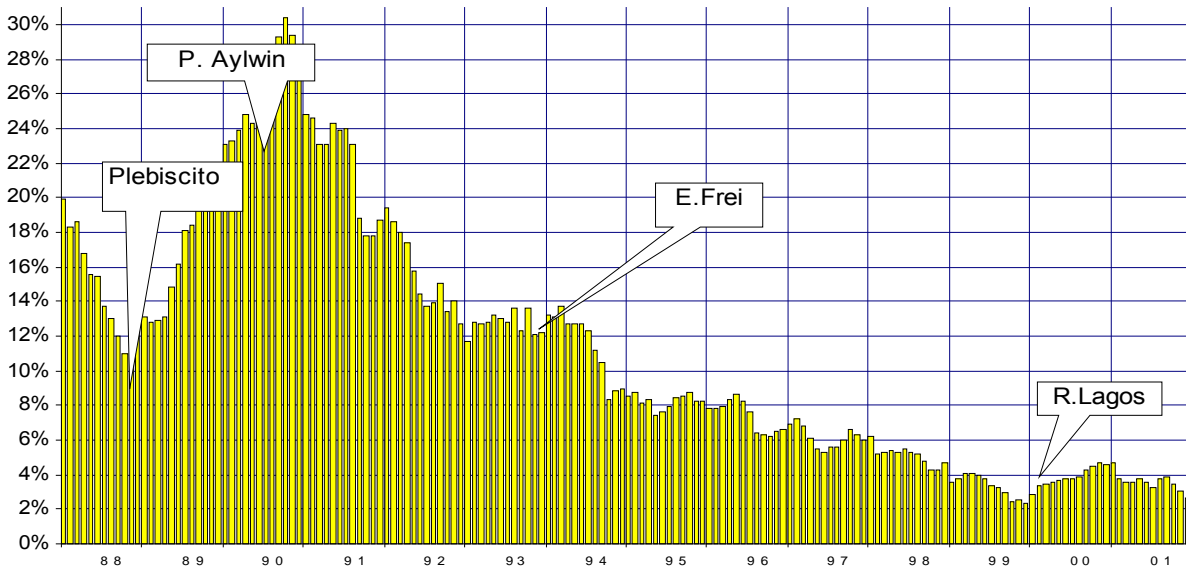


La inflación se encontraba en un franco descenso en los preámbulos de la Crisis Asiática. Si observamos la tasa de inflación en un período largo, vemos diversos escenarios. Para una mejor comprensión de ellos, en el gráfico 3 se indican las principales fases históricas del período analizado.

Inmediatamente después del plebiscito del año 1988, la inflación aumentó desde un 11% hasta un 24% anual, que es la tasa con la cual el Gobierno Militar entregó el poder el año 1990. Claramente la inflación estaba siendo contenida artificialmente. El nuevo gobierno logró revertir la tendencia acelerada del crecimiento de los precios sólo después de 6 meses en el poder y cuando ya se alcanzaba el 30%.

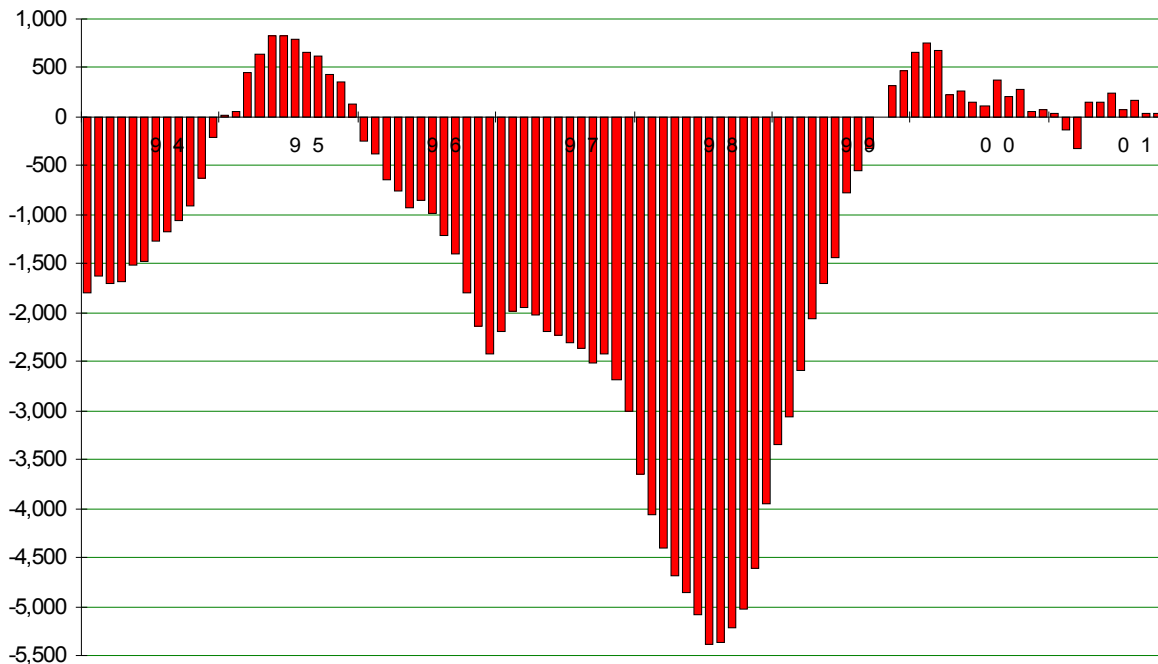
Desde finales del año 1990 la inflación bajó sostenidamente aunque con una desaceleración cada vez menor, hasta alcanzar el 6% a fines de 1997. El problema de la inflación de la economía chilena, que nos había angustiado desde la mitad del siglo, por fin parece dominado y se considera que el país ha encontrado una senda similar a la de los países desarrollados a este respecto.

**Gráfico 3**  
**Tasa de inflación** (variación IPC en doce meses)



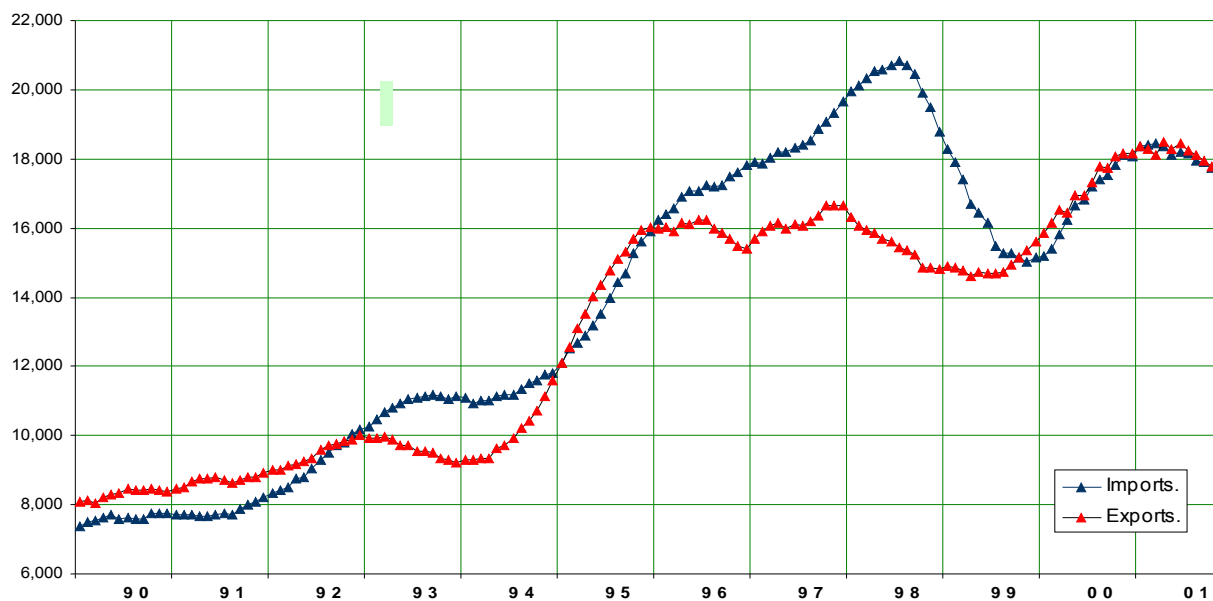
Sin embargo, no todo era color de rosa y se observaban negros nubarrones de tempestad en el horizonte. La Crisis Asiática en pleno apogeo no sólo había traído una caída en el ritmo de crecimiento de las exportaciones chilenas, sino también mostraba un panorama en que hasta los “tigres” podían tener caídas; lo que también le podría pasar a nuestra floreciente economía.

**Gráfico 4**  
**Balanza Comercial 12 meses** (Mill. US\$)



El país empezó a ver cómo su balanza comercial se deterioraba y pasaba a ser deficitaria (gráfico 4). A fines del año 1997 este déficit alcanzaba a la suma de US\$ 2.500 millones anuales, algo realmente preocupante. Si miramos este deterioro desde el lado de las exportaciones, vemos que después del vertiginoso crecimiento experimentado desde principios de la década, éstas se habían estabilizado en los US\$ 16 mil millones anuales hacia finales del año 1995, debido fundamentalmente a una tendencia decreciente en los precios internacionales; evidenciando ya los efectos de la Crisis Asiática. Por el lado de las importaciones, el mayor ingreso disponible de los chilenos los estaba impulsando a requerir cada vez en mayores cantidades los bienes y servicios importados. En el gráfico 5 se muestran las importaciones y exportaciones de cada uno de los 12 meses anteriores.

**Gráfico 5**  
**Importaciones y Exportaciones 12 meses (Mill. US\$)<sup>3</sup>**

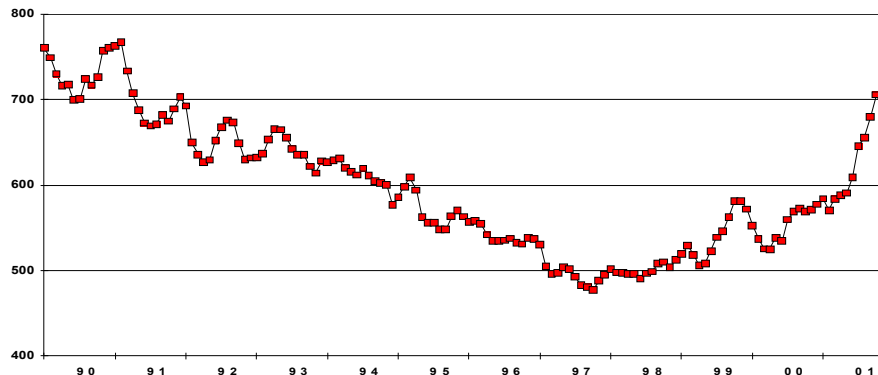


Este desequilibrio en la balanza comercial se vio acrecentado por la evolución del tipo de cambio real, consistentemente a la baja. En el gráfico 6 se observa el tipo de cambio real de paridad medido en pesos de diciembre de 2001<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Exportaciones a valor FOB e Importaciones a valor CIF

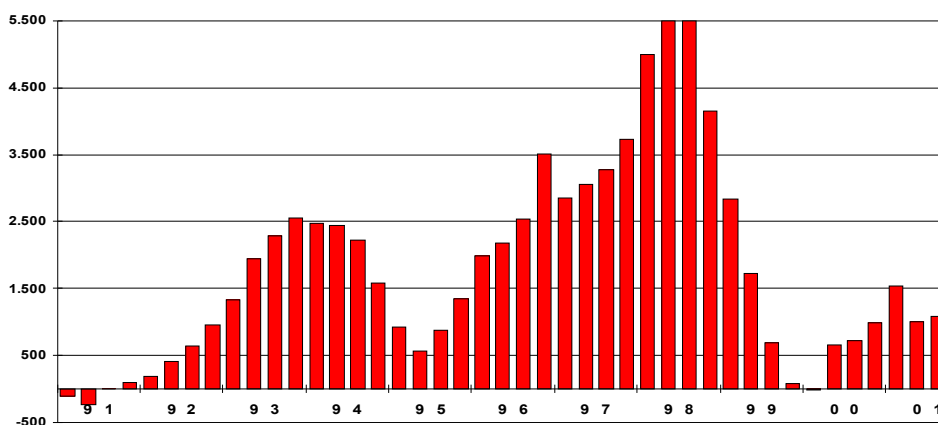
<sup>4</sup> El tipo de cambio real de paridad se calculó corrigiendo el tipo de cambio del dólar observado promedio mensual, llevado a pesos reales por el IPC y corregido por el Índice de Precios Externos Relevantes para Chile (IPE 5) calculado por el Banco Central

**Gráfico 6**  
**Tipo de Cambio Real de Paridad (\$ de diciembre 2001)**



El déficit de la balanza comercial llevó aparejado que la cuenta corriente del país empezara a mostrar un déficit que causó gran preocupación a las autoridades económicas. En el gráfico 7 se presenta este déficit, mostrando en cada trimestre el resultado de los últimos 12 meses.

**Gráfico 7**  
**Déficit Cuenta Corriente 12 meses por trimestre (Millones de US\$)**



El último trimestre del año 1997 el déficit alcanzaba los US\$ 3.700 millones, lo que equivalía a un 5% del PIB. A estos niveles de déficits externos respecto a sus productos internos las economías asiáticas habían entrado en agudas crisis; hecho que no dejaba de poner nerviosas, con razón, a las autoridades nacionales.

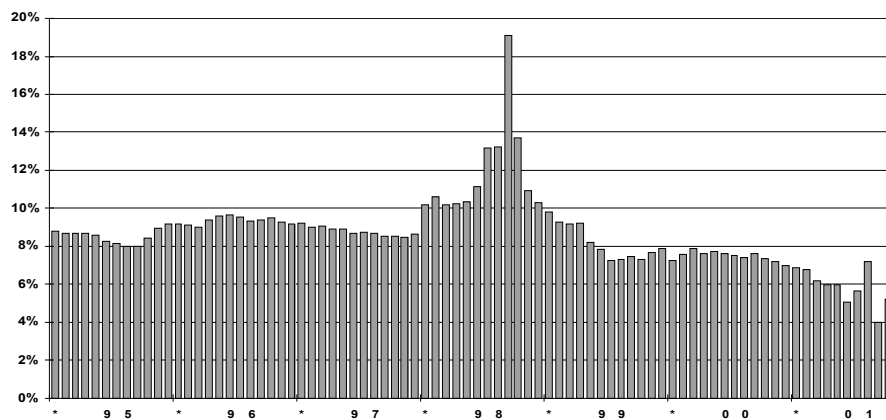
En cuanto al sector fiscal, éste había mostrado durante toda la década un comportamiento muy consistente, con un superávit de alrededor del 2% del PIB<sup>5</sup>. No era el Fisco entonces un factor que preocupara a las autoridades monetarias, frente a la inflación o al desequilibrio de las cuentas externas. Por el contrario, el superávit fiscal actuaba como un factor contractivo del gasto total de la economía.

<sup>5</sup> Fuente: “Estadísticas de las Finanzas Públicas 1990-2000” - Dirección de Presupuestos - Ministerio de Hacienda.

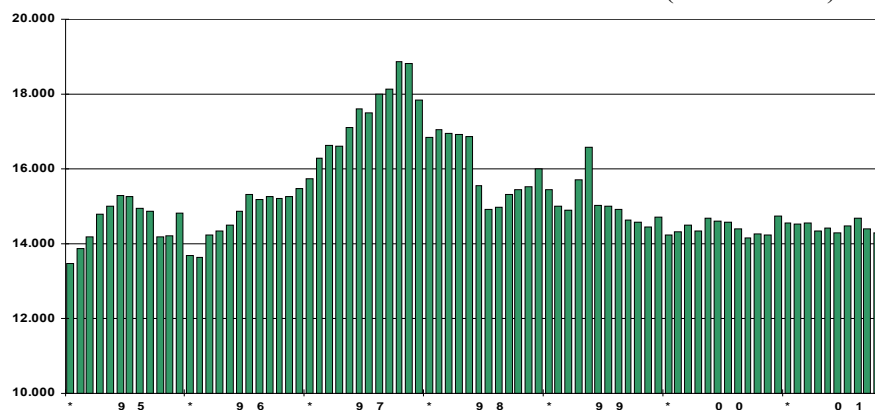
## 2. Las medidas de las autoridades ante la crisis

Hasta el mes de diciembre de 1997 las autoridades monetarias observaron la situación pero no tomaron medidas especiales. Resulta sugerente que el día 10 de diciembre de ese año se hayan efectuado elecciones parlamentarias. Parece que internacionalmente es una práctica común tomar medidas después de las elecciones (Dornbusch, 2001). Posterior a esa fecha, el Banco Central se puso rápidamente en acción y tomó dos medidas importantes: aumentó fuertemente la tasa de interés<sup>6</sup> y redujo drásticamente las reservas internacionales. Los valores de estas variables se muestran en los gráficos 8 y 9.

**Gráfico 8**  
**Tasa de Interés Real**<sup>7</sup>



**Gráfico 9**  
**Reservas Internacionales del Banco Central (Mill. de US\$)**



<sup>6</sup> Acuerdo del Consejo del Banco Central del 8 de enero de 1998. En la publicación de la minuta del Acta del Consejo no se hace ninguna mención al tema de las reservas internacionales.

<sup>7</sup> Se tomó como “proxy” de la tasa de interés vigente en la economía la tasa de colocación en UF a más de 90 días, considerando que dicha tasa es la que usan mayoritariamente los agentes económicos en sus decisiones.

La racionalidad de las medidas adoptadas por la autoridad monetaria estuvo basada en el diagnóstico que hicieron de la situación de la economía chilena y su relación con el entorno mundial en ese momento.

En el pensamiento del Banco Central se estimó que el déficit de la cuenta corriente era el resultado de un exceso de gasto de la economía respecto del Producto; el que tendría forzosamente como consecuencia un deterioro de la solvencia internacional del país y, en algún momento, un rebrote inflacionario. En consecuencia, había que reducir rápidamente esa brecha de gasto. Dado que no era posible políticamente hacerlo por la vía de política fiscal: sea por aumento de impuestos ahorrados por el Fisco o disminución del gasto del Estado, se optó por una batería de políticas monetaria más cambiaria.

Las medidas del Banco Central llevaron el costo del dinero desde menos de un 9% en noviembre de 1997 a un máximo de 19% como promedio mensual en septiembre del año 1998. Paralelamente a usar los instrumentos monetarios para hacer subir la tasa de interés, como consecuencia del deterioro en la cuenta corriente se redujeron drásticamente las reservas internacionales. Entre diciembre de 1997 y enero de 1998 las reservas se redujeron en US\$ 2 mil millones, y entre mayo y julio del año 1998 se redujeron en US\$ 2 mil millones adicionales. El nuevo nivel de US\$ 15 mil millones alcanzado a mediados de 1998 es prácticamente el mismo existente hoy día, lo que significa que las reservas liquidadas para hacer frente a la crisis no se han recuperado. El objetivo de liquidar reservas no puede haber sido otro que impedir que se presionara al alza el tipo de cambio, en circunstancias de agudo déficit de las cuentas externas.

Los resultados de estas dos medidas del Banco Central son bastante conocidas. La economía experimentó una súbita desaceleración que tuvo su impacto máximo en el año 1999 cuando el PIB cayó en un 1,5%. La tasa de cesantía del 5% subió al 11% dejando a 600.000 chilenos sin empleo. **¡Había terminado abruptamente la década de oro de la economía Chilena!**

El alza de las tasas de interés trajo una drástica disminución de la demanda por dinero, haciendo caer dicha demanda en un 8% a finales de 1998, en circunstancias que en el trienio anterior había estado creciendo consistentemente por sobre el 15% anual. Las expectativas a la baja del ingreso permanente de las personas trajo, con un rezago de 6 meses, una caída en la demanda por importaciones, que desde US\$ 21 mil millones anuales en julio de 1998 cayeron a sólo US\$ 15 mil millones en noviembre de 1999. Las exportaciones también cayeron, pero en menor medida, desde un nivel de estabilidad de los dos años anteriores en el nivel de US\$ 16 mil millones anuales a US\$ 15 mil millones a finales de 1999. El resultado del sector externo de intercambio de bienes y servicios es que la balanza comercial pasó rápidamente de un déficit máximo de más de US\$ 5 mil millones anuales a mediados de 1998, a tener un equilibrio a partir de finales de 1999. Cabe destacar que el efecto de los precios internacionales es muy relevante en este periodo, ya que la caída de los términos de intercambio significó, según estadísticas del Banco Central, menores ingresos por alrededor de US\$ 2.500 millones. La cuenta corriente, que mostró un déficit máximo de US\$ 5.500 millones anuales a mediados de 1998, bajó este déficit a alrededor US\$ 1.000 millones a partir de mediados del 2000.

Si miramos la actuación del Banco Central desde el punto de vista de hacer desaparecer el déficit de las cuentas externas del país, el resultado de ellas puede calificarse de exitoso: transcurrido un año y medio de la adopción de las medidas, la cuenta corriente se había equilibrado. Ahora, si las

miramos desde el punto de vista del costo social que el país pagó, surge una pregunta: ¿No había una manera menos costosa de lograr el equilibrio de esas cuentas?.

### 3. Evaluación crítica de las medidas tomadas

Había dos interpretaciones posibles a la situación de la economía en diciembre del año 1997. La primera, la del Banco Central, era que el desequilibrio lo producía el exceso de gasto agregado y, como la oferta interna no era capaz de satisfacerlo, el exceso de ese gasto se demandaba en el exterior, generándose un déficit de la cuenta corriente. Dada esa interpretación, había que bajar el gasto agregado total, sin distinguir entre bienes transables o no. Esto es precisamente lo que se hizo. No hay duda que el gasto agregado superaba con creces la oferta interna, por lo tanto la hipótesis era correcta aunque incompleta en la explicación del fenómeno.

Pero había otra forma posible de ver las cosas. Legítimamente se podía decir que el desequilibrio de las cuentas externas era fruto del déficit de la balanza comercial<sup>8</sup>. Esto a su vez era motivado por el estancamiento en el valor de las exportaciones debido a la caída en los precios internacionales como consecuencia de la Crisis Asiática, frente a un explosivo aumento de las importaciones; fruto de la alta elasticidad ingreso de la demanda por bienes y servicios importados de los chilenos, que estaban viendo que sus ingresos se habían más que duplicado en la última década. Todo lo anterior agravado por un tipo de cambio real de paridad que no había cesado de reducirse desde \$700 por dólar el año 1990 hasta menos de \$500<sup>9</sup> por dólar a finales del año 1997.

Si era cierto que el exceso de gasto se expresaba a su vez en exceso de demanda tanto en los bienes transables como en los no transables, el nivel de precios internos habría tendido a subir. Pero si miramos las cifras de la inflación en ese momento, vemos que el IPC no detectó una demanda insatisfecha. Por el contrario, la tasa de inflación, que era de un 9% en 1994, había bajado a sólo un 6% a finales de 1997 y seguía una tendencia general decreciente. Por lo tanto, se puede decir que el problema no era de un exceso de gasto en general sino de un exceso de demanda de transables importados. Por lo tanto, el correctivo adecuado no era reducir el gasto en general, sino reducir el gasto en transables importados y a su vez, aumentar la producción interna de ellos, ambos por la vía de dejar que subiera el tipo de cambio. La lógica económica indica que la forma de corregir el desequilibrio en un mercado particular es por la vía del precio relevante a ese mercado. En este caso, el precio del mercado de los transables es el tipo de cambio.

El Banco Central no sólo no usó el tipo de cambio para corregir el desequilibrio del mercado de los transables, sino que hizo lo contrario al liquidar el 20% de todas sus reservas internacionales para impedir que el peso se devaluara equilibrando por sí mismo el mercado. Aun así, el peso se depreció un 4% durante 1998 y un 12% adicional en 1999 (todo en términos reales de paridad). Aún cuando pueden existir otras razones, (por ejemplo, el costo de la devaluación también se expresa en pérdidas patrimoniales de las empresas endeudadas en dólares, muchas de las cuales son fondos previsionales, lo que podría ocasionar pérdidas al sistema de pensiones), a juicio del autor, la razón de la política implementada fue el temor al posible rebrote inflacionario de la devaluación.

---

<sup>8</sup> El otro componente de la cuenta corriente, los servicios financieros, muestran en el periodo comentado un desempeño bastante constante de alrededor de US\$ 2.000 millones anuales.

<sup>9</sup> Todo en pesos de diciembre del 2001.



¿Qué hubiera pasado, si en vez de actuar sobre la base de la tasa de interés (reducir el gasto agregado), se hubiera liberado el tipo de cambio, sin liquidar reservas (equilibrar vía precio el mercado de los transables)?.

En el mercado del comercio exterior, simultáneamente se habrían encarecido las importaciones y aumentado el retorno de los exportadores, tendiéndose a un equilibrio de la balanza comercial. En el mercado interno, habría aumentado tanto la demanda de productos sustitutivos de importaciones como la de los factores que usan los exportadores. También se habría incrementado el precio de los insumos productivos importados.

Este aumento neto de la demanda interna de productos y factores, ¿se habría traducido en inflación o la economía habría reaccionando aumentando la producción y el empleo como lo había estado haciendo brillantemente en la última década (la de oro)? Sin lugar a duda el Banco Central se planteó esta pregunta en diciembre de 1997 y su análisis claramente fue que había un serio peligro que la devaluación se trasladara a precios, aumentando la inflación que al país le había costado tanto reducir, por lo que había que conjurarlo a cualquier costo en términos de desempleo y recesión. Personalmente estimo que el peligro de rebrote inflacionario era menor y su costo eventual muy inferior al terrible costo social que el país pagó y aún sigue pagando.

En el momento que se inician las medidas del Banco Central no parecía existir el peligro de presiones inflacionarias fuera de control<sup>10</sup>. La economía chilena era a finales del 1997 perfectamente capaz de ampliar su Producto ante un aumento del tipo de cambio real. Por una parte, el Producto se había estado expandiendo a velocidad récord y no había cuellos de botella productivos importantes. Por otra parte, el ahorro interno y externo era abundante para financiar montos de inversión que el país nunca había conocido en su historia. En el mercado de los factores, si bien se estaba cerca del pleno empleo, aun había recursos disponibles. Lo único que se requería para equilibrar la balanza comercial era que las exportaciones e importaciones variaran un 10% cada una en sentido inverso. El alza del tipo de cambio para lograr tan pequeña variación no debería haber sido muy importante. No puede sostenerse entonces que el shock de demanda producto de una devaluación del peso hubiera traído *a fortiori* un rebrote inflacionario significativo.

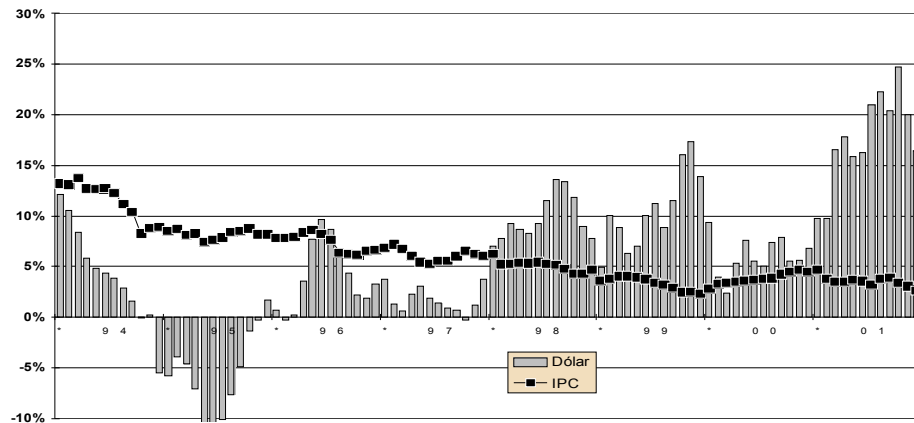
No hay en la economía chilena una relación de causalidad directa entre la variación del tipo de cambio nominal con la inflación dentro de un plazo relativamente corto. La evidencia muestra comportamientos muy disímiles de ambas variables, ilustrando la dependencia de la inflación chilena de una serie muy compleja de factores. Un destacado economista (Velasco, 2000) sostuvo recientemente que el traspaso del alza del tipo de cambio a precios, es mayor si la población lo percibe como permanente (no habría sido el caso, pues la devaluación se habría hecho sólo para

---

<sup>10</sup> En el informe preparado por la Gerencia de Estudios del Banco Central para la reunión de Política Monetaria del Consejo del Banco del 8 de enero de 1998, fecha en que se tomaron las medidas, se expresa que: “Durante el cuarto trimestre de 1997, la inflación efectiva presentó una trayectoria ascendente que contrastó con la estable trayectoria de las mediciones de inflación de tendencia. En efecto, desde el tercer trimestre, la inflación medida por el IPC, presentó una tendencia al alza, finalizando el año 1997 con una variación anual de 6%. Las mediciones de inflación subyacente, sin embargo, arrojaron cifras bastante por debajo de ésta, lo que indicaba que el rebrote en la inflación anual era un fenómeno transitorio”. Suena paradójico al observar las medidas tomadas ese mismo día que el propio Departamento de Estudios del Banco Central no estuviera advirtiendo un supuesto peligro inflacionario, sino todo lo contrario.

corregir en forma coyuntural el déficit) o en situaciones de alta inflación (tampoco habría sido el caso pues la inflación era baja y decreciente). El gráfico 10 muestra ambas variables en el pasado reciente.

**Gráfico 10**  
**Relación variación en 12 meses Tipo de Cambio Nominal - Inflación**



Adicionalmente, si hubiera habido peligro de inflación, el Fisco podría haber reducido los impuestos específicos de insumos importantes en el nivel de precios, especialmente el petróleo, manteniendo constante su recaudación en pesos, neutralizando o disminuyendo el shock de la devaluación sobre el IPC.

Frente a las enérgicas medidas del Banco Central, el Fisco no colaboró en la situación de la crisis. En efecto, desde el superávit permanente de alrededor del 2% del PIB en la década anterior, este se redujo a sólo 0,4% en 1998 y a un déficit de 1,4% en 1999. Es decir, mientras la política monetaria era fuertemente contractiva, la fiscal pasó a ser expansiva; neutralizando parcialmente los esfuerzos anti inflacionarios del Banco Central, obligándolo a endurecer sus medidas. Claro que si lo miramos desde el punto de vista del empleo, el Fisco mitigó en parte la recesión.

#### **4. Lo que hicieron otros**

Es interesante comprobar cuales fueron los resultados y las políticas en aquellos países donde se originó la Crisis Asiática. En el cuadro 1 se comparan los principales indicadores económicos de los países del sudeste asiático durante el período 1997-00.

**Cuadro 1**  
**Indicadores Económicos países asiáticos**  
(cifras en porcentaje)

	<b>Año</b>	<b>Indonesia</b>	<b>Malasia</b>	<b>Corea</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailandia</b>	<b>Chile</b>
PGB	1997	4,7	7,5	5,0	5,2	-1,7	7,4
	1998	-13,1	-7,6	-6,7	-0,5	-10,2	3,9
	1999	0,8	5,6	10,7	3,2	4,2	-1,1
	2000	4,8	8,5	-8,8	3,9	4,3	5,4
IPC	1997	6,1	2,7	4,5	6,0	5,5	6,0
	1998	58,5	5,3	7,5	9,8	8,1	4,7
	1999	20,5	2,8	0,8	6,6	0,3	2,3
	2000	3,7	1,5	2,3	4,3	1,5	4,5
% Desocupación	1997	4,7	2,4	2,6	8,7	2,2	5,3
	1998	5,5	3,2	6,8	10,1	4,5	7,2
	1999	6,4	3,0	4,1	9,7	3,3	8,9
	2000	5,9	-	6,3	11,1	3,7	8,3
Variación tipo de cambio real <sup>11</sup>	1997	-5,5	-2,4	-6,0	-3,3	-31,9	7,8
	1998	-51,0	-20,5	-25,6	-21,5	24,2	-3,6
	1999	43,9	2,6	13,5	7,3	-2,9	-11,6
	2000	-		8,2	-8,8	-4,4	-0,8

Fuente: The World Bank, disponible en: <http://www.worldbank.org>

Se observa claramente que estos países afrontaron los déficits de sus cuentas externas con severas devaluaciones de sus monedas. Esta medida les hizo retomar el dinamismo de sus sectores exportadores, los que fueron capaces de sostener el empleo sin grandes aumentos de cesantía. Todo ello lo pudieron hacer con inflaciones muy controladas. Se evidencia claramente en las cifras presentadas que en esos países el costo social fue muy inferior al pagado por los chilenos.

## 5. Conclusiones

La política seguida por el Banco Central fue equivocada al sobreestimar el hipotético peligro inflacionario, ocasionando un daño cierto a la economía en términos de cesantía y recesión, dando término abrupto a lo que con razón se ha llamado la **década de oro** de la economía chilena.

Las consecuencias de las medidas iniciadas en 1997 afectaron a la economía hasta finales del 2001. Las sucesivas bajas en la tasa de interés decretadas por el Banco Central no han logrado reactivar la producción y bajar la cesantía a los niveles observados en el pasado. Sólo el aumento del tipo de cambio real de los últimos meses puede impulsarnos a una reactivación, siempre que las autoridades monetarias no vuelvan a deprimirlo usando el tremendo poder de las reservas internacionales en su poder. No debemos olvidar que el gran motor de nuestra gloriosa **década de oro** fueron precisamente las exportaciones.

Si otros países pudieron sobrellevar la Crisis Asiática sin hacer incurrir a sus pueblos en el costo social de la cesantía, es legítimo preguntarse también por qué no se hizo en Chile.

<sup>11</sup> Un valor positivo implica una apreciación de la moneda local.

En términos económicos, la cesantía se **mide** como un porcentaje de la fuerza de trabajo que está desocupada. En términos humanos, la cesantía es **inmedible** en términos de pobreza, frustración y destrucción familiar.

### **Referencias Bibliográficas**

Banco Central de Chile. (2002), Serie de Indicadores Económicos. Disponible en <http://www.bcentral.cl>

Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Estadísticas de las Finanzas Públicas 1990 - 2000.

Dornbusch, R. (2001), “A Primer on emerging market crisis”. Disponible en [http://web/mit/edu/rudi/www](http://web.mit.edu/rudi/www)

Gerencia de Estudios del Banco Central de Chile, Informe para la reunión de Política Monetaria del Consejo del Banco del 8 de enero de 1998. Disponible en <http://www.bcentral.cl>

Velasco, A. (2000), “Instituciones, credibilidad y manejo macroeconómico en Chile”. Estudios Públicos N° 77, Verano 2000.