

Banco Central de Chile  
Documentos de Trabajo

Central Bank of Chile  
Working Papers

N° 81

Octubre 2000

**LOS RESULTADOS MACROECONÓMICOS DEL  
GOBIERNO DE EDUARDO FREI RT:  
UNA EVALUACIÓN COMPARATIVA**

Guillermo Le Fort V.

---

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Hard copy versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or email: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

**CENTRAL BANK OF CHILE**

La serie Documentos de Trabajo es una publicación del Banco Central de Chile que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate de tópicos relevantes y presentar nuevos enfoques en el análisis de los mismos. La difusión de los Documentos de Trabajo sólo intenta facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

La publicación de los Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros del Consejo del Banco Central de Chile. Tanto el contenido de los Documentos de Trabajo, como también los análisis y conclusiones que de ellos se deriven, son de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Chile o de sus Consejeros.

The Working Papers series of the Central Bank of Chile disseminates economic research conducted by Central Bank staff or third parties under the sponsorship of the Bank. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant issues and develop new analytical or empirical approaches in their analysis. The only aim of the Working Papers is to disseminate preliminary research for its discussion and comments.

Publication of Working Papers is not subject to previous approval by the members of the Board of the Central Bank. The views and conclusions presented in the papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Chile or of the Board members.

Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile  
Working Papers of the Central Bank of Chile  
Huérfanos 1175, primer piso.  
Teléfono: (56-2) 6702475 Fax: (56-2) 6702231

## **LOS RESULTADOS MACROECONÓMICOS DEL GOBIERNO DE EDUARDO FREI RT: UNA EVALUACIÓN COMPARATIVA**

Guillermo Le Fort V.  
Gerente División Internacional  
Banco Central de Chile

### **Resumen**

Este estudio realiza un balance de los resultados macroeconómicos de la administración Frei RT comparándolos con los de otras administraciones chilenas del último tercio del siglo XX y con un grupo de economías emergentes. En ambas comparaciones ella se ubica entre las de mejor resultado de acuerdo al índice de desempeño macroeconómico construido. Siendo sus fortalezas principales el control de la inflación, el crecimiento económico, la formación de capital, y el ahorro y sus debilidades relativas el crecimiento de las exportaciones y la tasa de desempleo. Los resultados variaron a lo largo del tiempo ya que el contagio de la crisis asiática determinó un debilitamiento del desempeño global. Esta experiencia muestra que para prevenir el contagio de crisis externas no es suficiente mantener un sistema financiero sano y una inflación baja y estable. La vulnerabilidad al contagio puede surgir de la expansión excesiva del gasto privado, por lo que un desafío pendiente es desarrollar instrumentos adecuados para este efecto.

### **Abstract**

This study undertakes a balance of the macroeconomic results of the Frei Ruiz-Tagle Administration compared with other Chilean administrations from the last third of the 20th century and with a group of emerging economies. In both comparisons, the Frei RT Administration enjoys among the best results according to the macroeconomic performance indicator constructed. Its principal strengths included control of inflation, economic growth, capital formation and savings, while its relative weaknesses were export growth and the unemployment rate. The results varied over time since contagion from the Asian crisis resulted in a weakening of overall performance. This experience demonstrates that, to prevent contagion from external crises, it is not sufficient to maintain a healthy financial system and low and stable inflation. Vulnerability to contagion can result from an excessive expansion in private expenditure, which presents a pending challenge to develop adequate instruments to confront this.

---

Agradezco los valiosos comentarios y las enriquecedoras discusiones sostenidas sobre el tema con Carlos Massad, las observaciones de Carlos Budnevich a una versión inicial, la eficiente asistencia de Tatiana Vargas en la formación de la base de datos utilizada en el trabajo y en la generación de los cuadros y gráficos, y los comentarios de Klaus Schmidt-Hebbel y un referee anónimo. Todos ellos han beneficiado significativamente el contenido de esta nota. Sin embargo, las opiniones y evaluaciones presentadas como los errores remanentes son de mi exclusiva responsabilidad, y no comprometen ni a los comentaristas ni al Banco Central de Chile. Email: [GLEFORT@IMF.ORG](mailto:GLEFORT@IMF.ORG)

## **I.- Introducción.**

Un semestre después de terminado el segundo gobierno de la concertación parece un momento adecuado para hacer balances y para evaluar los resultados de su gestión. Los problemas no superados y aún pendientes en la economía nacional son más bien evidentes, de forma que ellos son lo primero que surge en cualquier análisis de una gestión gubernamental como ha ocurrido recientemente. Sin embargo, ello equivale comparar a la gestión de cada gobierno con un imposible, ya que siempre quedarán problemas sin superar por muy exitosa que haya sido su gestión.

De hecho, los resultados macroeconómicos de los últimos dos años de la administración Frei RT fueron claramente inferiores a los alcanzados en promedio durante todo el período de su gestión. Esto se explica por haber sido afectada la economía nacional por la crisis asiática y sus secuelas lo que generó una baja cíclica que afectó el crecimiento y el empleo, que está siendo superada con la recuperación de la actividad. En parte, la vulnerabilidad de la economía chilena al ciclo se originó en la expansión excesiva que se registró en la primera parte del período (1994-1997), la que tuvo su origen en las fuertes entradas de capitales; pero fue amplificada por una política fiscal que buscó mantener un superávit efectivo al mismo nivel durante un período de bonanza de ingresos. Para compensar al menos en parte el efecto cíclico, habría sido necesario considerar políticas que moderen la amplitud de las fluctuaciones en el ritmo de expansión de la actividad y de la demanda interna. La definición de una política fiscal contra cíclica o, al menos, neutra al ciclo, debería contribuir a este fin. De cualquier forma, es necesario considerar que la sobre expansión cíclica de 1994-97 fue esencialmente de origen privado y, por lo tanto, para su compensación, la política de gasto público puede ser insuficiente.

## **II.- El desempeño macroeconómico comparativo.**

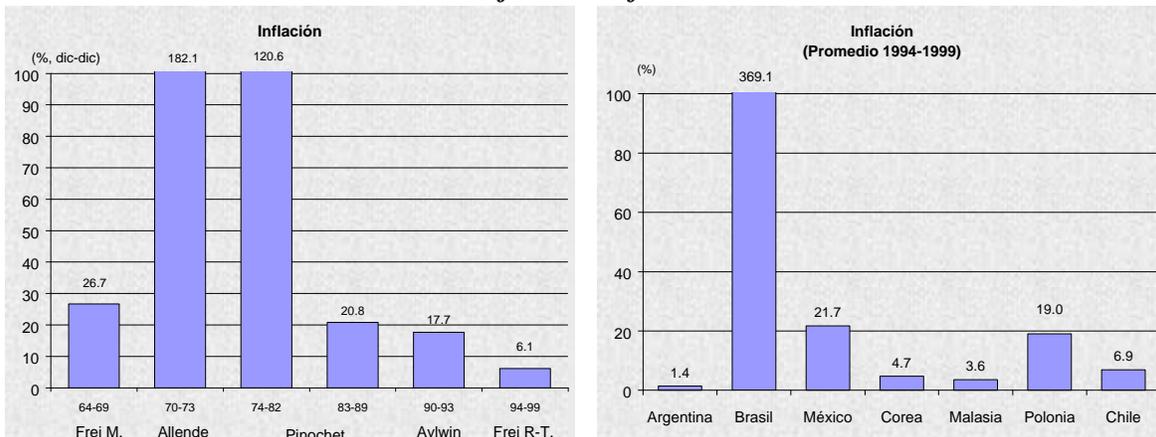
Una evaluación objetiva debe comparar los resultados de la gestión de cada administración con la de otros gobiernos, lo que permitirá destacar las fortalezas y debilidades relativas de cada administración. Para esto realizaremos una comparación en dos dimensiones: la primera, comparando el desempeño macroeconómico de la administración Frei Ruiz-Tagle con el de los otros gobiernos chilenos del último tercio del siglo XX, los que debieron enfrentar problemas similares con recursos similares; la segunda, con gobiernos contemporáneos de otros países con economías emergentes, los que debieron enfrentar condiciones internacionales semejantes.

Entre los gobiernos chilenos se incluyen los de Eduardo Frei padre, Frei M.; de S. Allende; de Augusto Pinochet, separando su prolongado ejercicio del poder en dos períodos, Pinochet I y II, por la gran diferencia en la calidad y resultado de sus políticas; de Patricio Aylwin y de Eduardo Frei hijo, Frei RT. Entre los otros países con economías emergentes se incluyeron Argentina, Brasil y México, sin duda las principales economías de Latinoamérica; Corea y Malasia, las más exitosas entre las economías emergentes asiáticas, y Polonia una de las de más rápido progreso entre las economías europeas en transición. La comparación se realizó para el promedio del valor de las variables relevantes en el período de gobierno y pretende evaluar a grandes rasgos el resultado de la administración Frei Ruiz-Tagle.

La comparación entre las administraciones se realiza sobre la base de los resultados contemporáneos obtenidos en una serie de variables clave. Es posible que las inercias y los rezagos determinen que ciertos resultados son producto de la acción de administraciones anteriores, o que condiciones exógenas más o menos favorables afectaron los resultados efectivos de una particular administración. Una comparación así requiere de un análisis de casos incluyendo los aportes marginales de cada administración y los éxitos o fracasos atribuibles a acciones de administraciones anteriores y de la construcción y estimación de modelos de gran complejidad lo que excede los propósitos de esta nota. Las tendencias fundamentales de los resultados macroeconómicos, sin embargo, se hacen evidentes a través de este análisis simple que refleja los importantes progresos alcanzados en la última década, los que no habrían sido posibles de obtener sin políticas macroeconómicas adecuadas.

La inflación fue en Chile del siglo XX un problema crónico y, algunas veces, crítico. Este impuesto no legislado y regresivo estuvo siempre presente y fue un generador continuo de inestabilidad macroeconómica. Erradicarla estuvo en los planes de prácticamente todos los gobiernos chilenos del siglo XX, pero este objetivo no se logró sino hasta el último gobierno del siglo. Operando en conjunto con un Banco Central independiente, el resultado obtenido por el gobierno de Frei RT en materia de inflación fue muy superior al obtenido por cualquier gobierno chileno en el siglo que termina. Con un promedio de 6% anual y con una trayectoria decreciente que termina bajo 3% el resultado no tiene comparación con el de gobiernos anteriores. Las administraciones Aylwin con inflación promedio anual de 17%, Pinochet II con 22%, y Frei M con 27% la siguen, pero a una distancia considerable. Las administraciones Pinochet I y Allende son las que presentan las mayores inflaciones en el período bajo análisis, sobre el 100% anual promedio.

**Gráfico 1: Inflación**

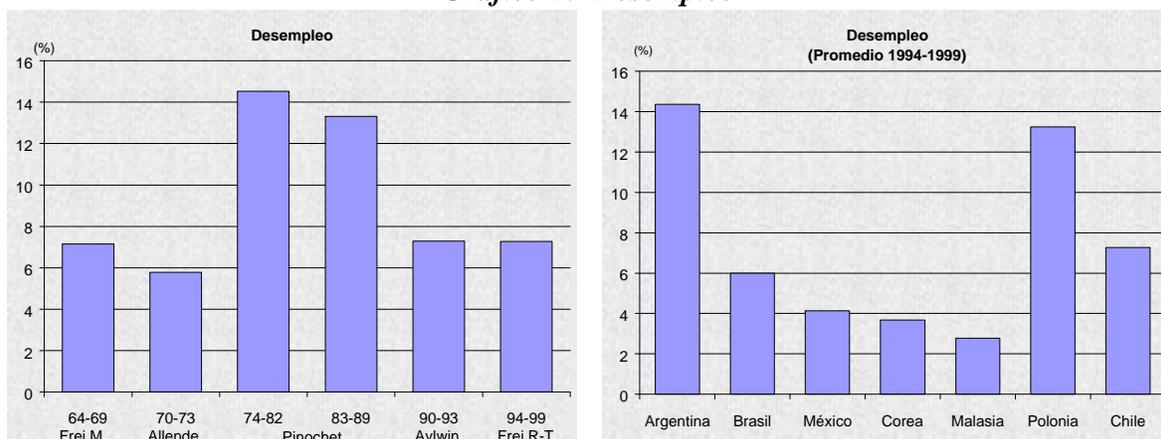


Fuentes: BCCH, INE, WEO

Es efectivo que la década de los 90 fue una década de baja inflación también en términos internacionales. Aún así la administración Frei RT consigue resultados mejores que Polonia y que otros países latinoamericanos, y similares a los países Asiáticos. Sólo Argentina con su 1% anual de inflación, pagando un costo mayor en términos de empleo, supera el resultado que en esta materia logró la administración Frei entre 1994 y 1999. Corea y Malasia, con sus tasas de inflación promedio en torno a 4% supera levemente el 6.9% obtenido por Chile en el período.

Los opositores a la reducción de la inflación en Chile señalaron siempre al mayor desempleo como el costo fundamental de este proceso. Sin embargo, el desempleo de la administración Frei RT no fue en ningún caso superior al histórico. Con resultados similares a los de administraciones pasadas de Frei M, Allende y Aylwin, la tasa de desempleo promedió 7% durante la administración Frei RT, y esto a pesar de los efectos de la crisis asiática en el último año de esta administración. Los avances en materia de flexibilización laboral y la recuperación de la actividad resultaron en una marcada reducción de la tasa de desempleo en el gobierno de Aylwin, manteniéndose el mismo nivel en la administración siguiente. En la comparación internacional la administración Frei RT sale claramente favorecida respecto de Argentina y Polonia, cuyas tasas de desempleo superan el 13% en promedio, pero desfavorecida respecto del resto de los países de la muestra. Cabe notar las diferencias metodológicas que hacen difícil la comparación internacional de los indicadores de desempleo.

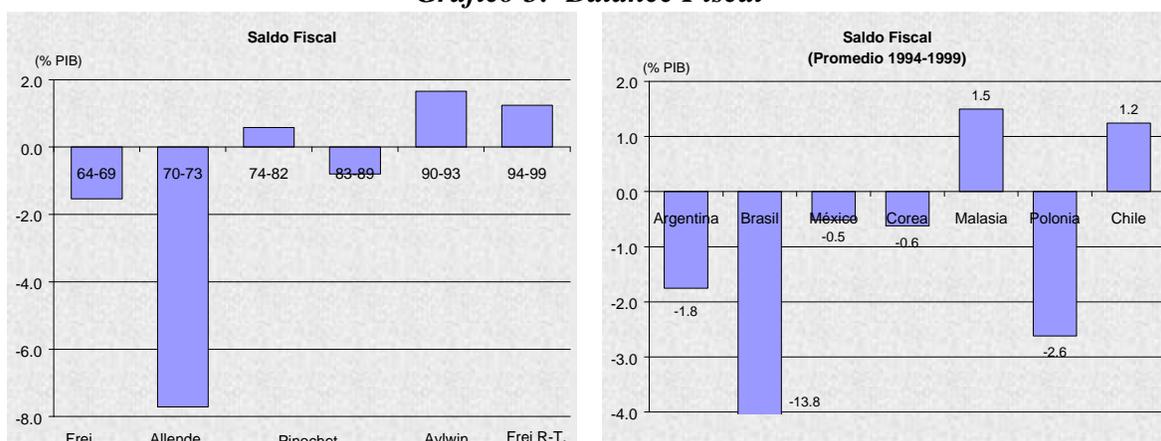
**Gráfico 2: Desempleo**



Fuentes: BCCH, INE, IFS, JP Morgan, Bloomberg

El balance fiscal superavitario alcanzado en la administración Frei RT es muy superior al de cualquier administración del pasado, con la sola excepción de la administración Aylwin, durante la cuál se registra un superávit similar. El haber mantenido la solidez de las finanzas públicas a lo largo de estos años contribuyó a generar condiciones favorables a la estabilidad macroeconómica, para la inversión y también para el crecimiento. Las comparaciones internacionales realzan el logro en materia de cuentas fiscales, ya que sólo Malasia mostró en los 90 un superávit promedio similar al de Chile. El resto de los países considerados en esta comparación muestran déficit fiscales, siendo algunos de magnitud como es el caso de Brasil entre 1994 y 1999. Sin embargo, como se discute más adelante, el manejo de la política fiscal chilena a lo largo del ciclo no contribuyó a compensar fuertes expansiones de gasto de origen privado que se manifestaron en amplios vaivenes cíclicos.

**Gráfico 3: Balance Fiscal**

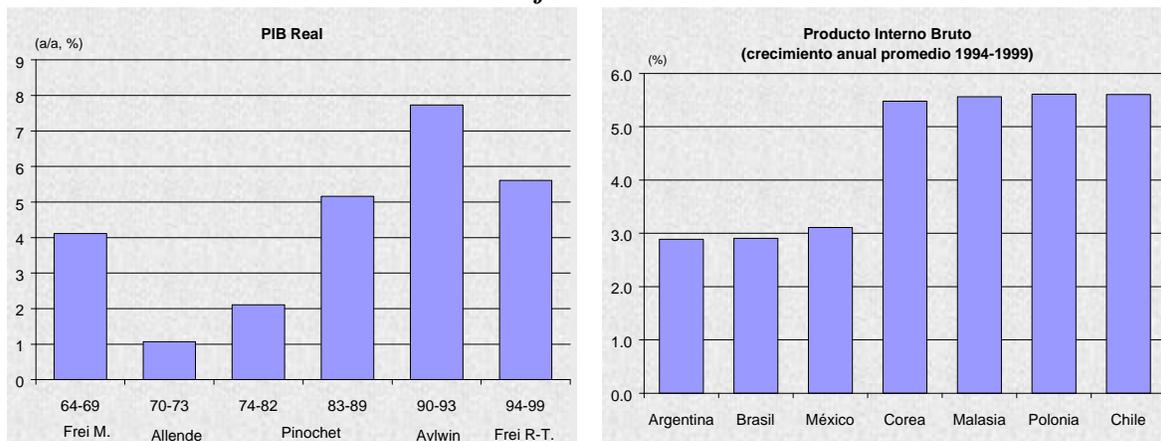


Fuentes: FMI, JP Morgan

En materia de crecimiento económico sostenido la tasa promedio anual lograda, de algo menos de 6%, ubica a la administración Frei RT en un segundo lugar y sólo superada por la

obtenida en el gobierno de Aylwin, que alcanzó a más de 7%. Pinochet II y Frei M con 5% y 4% son los que ocupan los siguientes lugares en este ranking. Lo más notable es que esta tasa de crecimiento alcanzada entre 1994 y 1999 ubica a Chile en una posición similar a Corea, Malasia, y Polonia, superando claramente la de los países latinoamericanos, los que presentan tasas de crecimiento muy inferiores, del orden de 3% anual.

**Gráfico 4: PIB**

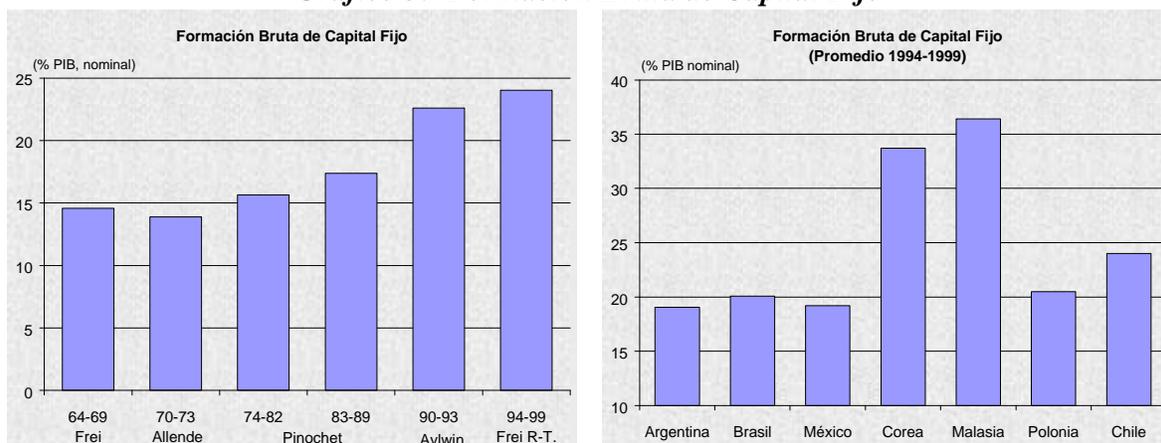


Fuentes: BCCH, WEO

La formación bruta de capital fijo (FBKF) o inversión es un determinante fundamental para las posibilidades de crecimiento futuro. Medida como proporción del PIB nominal, la formación de capital en la administración Frei RT es la más alta entre los gobiernos chilenos del último tercio del siglo XX, alcanzando 24% del PIB. Es indicativo que la tasa de formación de capital en Chile ha mostrado una tendencia creciente en el tiempo, con la administración Aylwin alcanzando el segundo lugar con 22.5% del PIB. Con ello se han creado bases para la continuación de un proceso de crecimiento sostenido en Chile. El nivel de la FBKF de Chile es claramente superior al de otros países latinoamericanos y también al de Polonia, 20% del PIB o algo menos, pero se mantiene muy por debajo de la FBKF mostrada por los países Asiáticos, sobre el 30% del PIB, lo que es reflejo fundamentalmente de las diferencias en las tasas de ahorro.

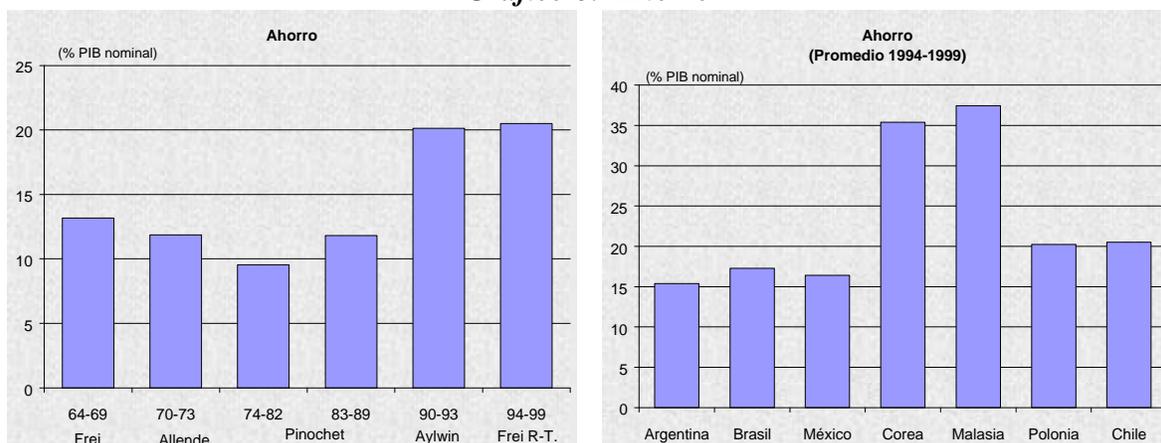
Es casi una constante en la experiencia internacional que exista una alta correlación entre las tasas de ahorro e inversión. Chile no ha sido una excepción a esta regla y la alta tasa de FBKF alcanzada en la administración Frei RT coincide con la mayor tasa de ahorro nacional registrada en el período analizado. La tasa de ahorro de 20.5% del PIB en promedio alcanzada durante la administración Frei RT es superior a la alcanzada en todas las administraciones chilenas de la segunda mitad del siglo XX, aunque es prácticamente igual a la tasa de ahorro lograda en la administración Aylwin. El ahorro en el gobierno de Frei M, aparece en tercer lugar en este ranking con casi 15% del PIB, mientras que las administraciones Pinochet I y II muestran las tasas de ahorro más bajas. En la comparación internacional, Chile supera a los otros países latinoamericanos que muestran tasas de ahorro en torno al 15% del PIB, y se ubica en un lugar similar a Polonia, pero muy por debajo de los países asiáticos que muestran tasas de ahorro superiores al 35 % del PIB.

**Gráfico 5: Formación Bruta de Capital Fijo**



Fuentes: BCCH, FMI

**Gráfico 6: Ahorro**

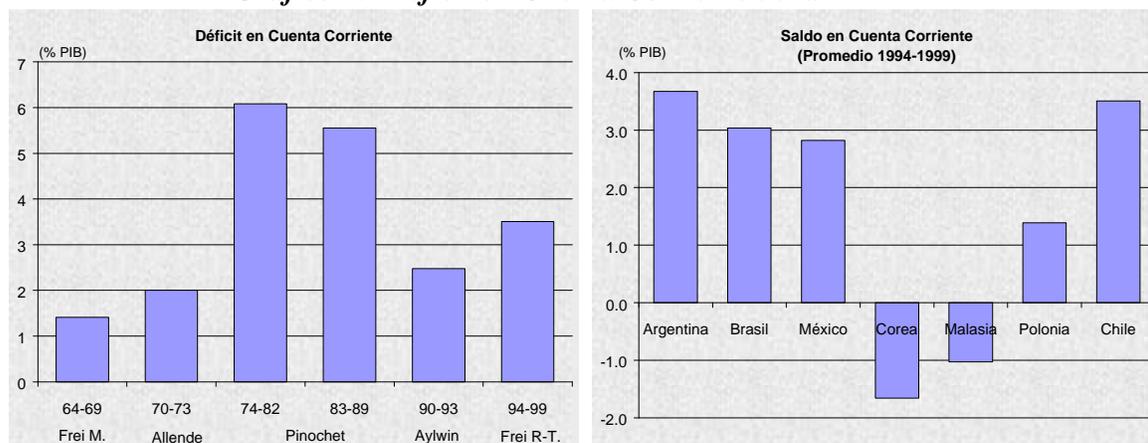


Fuente: elaboración propia sobre la base de información del BCCH y FMI

El saldo en cuenta corriente ha mostrado ser una variable clave para medir vulnerabilidad externa. Un uso excesivo del muy necesario ahorro externo puede conducir a la interrupción del financiamiento externo y a dolorosos ajustes. En promedio durante la administración Frei RT el déficit en cuenta corriente alcanzó a un 3.5% del PIB, nivel moderado aunque mayor al logrado en la administración Aylwin, 2% del PIB. El resultado para el déficit en Cuenta Corriente de la administración Frei RT fue mejor al logrado por las administraciones de Pinochet I y II, en que el déficit excedió al 5% del PIB en promedio, lo que significó la generación de condiciones de vulnerabilidad externa que de hecho terminaron en crisis financieras y de balanza de pagos. En los gobiernos de inicios del período bajo análisis, Allende y Frei M, el déficit en cuenta corriente se ubicó por debajo del 2% del PIB lo que, sí bien es indicativo de menor vulnerabilidad externa, también refleja un muy limitado uso de financiamiento externo que en parte explica las

bajas tasas de inversión de esos períodos. Aunque esto puede haberse originado en el escaso financiamiento externo disponible en esa época, hasta cierto punto dicha disponibilidad es endógena al responder esta a políticas y reformas estructurales, que al generar mejores oportunidades de inversión atraen capitales. Dichas políticas y reformas no fueron consideradas entonces.

**Gráfico 7: Déficit en Cuenta Corriente de la BDP**

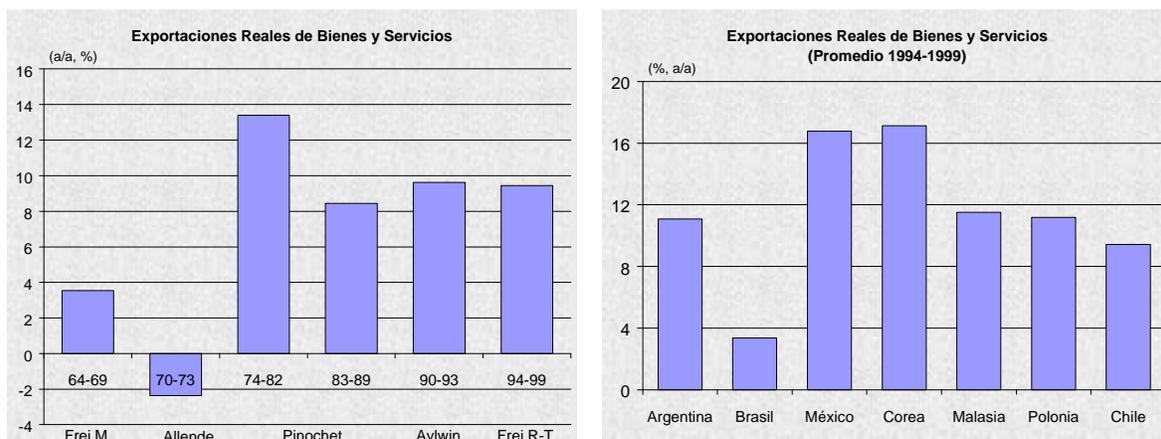


Fuente: JP Morgan

El déficit de cuenta corriente chileno alcanzado en promedio entre 1994 y 1999 fue similar al alcanzado por otros países latinoamericanos, en torno a 3% del PIB, pero fue claramente superior al de Polonia, 1.5% del PIB, y a los de los países asiáticos, que en promedio mostraron superávit en cuenta corriente entre 1994 y 1999. El superávit mostrado por los países asiáticos es en parte reflejo del fuerte ajuste que estos tuvieron que realizar a partir de 1997 como resultado de la crisis financiera que afectó la región, pero también es indicativo del moderado uso que Corea y Malasia hicieron del financiamiento externo aún antes de la crisis. En realidad estos países fueron contagiados por la crisis iniciada en otros que sí hicieron un fuerte uso del financiamiento externo, siendo la vulnerabilidad al contagio de Corea y Malasia derivada más bien de problemas relacionados a la composición del financiamiento externo, sesgado hacia la deuda de corto plazo, y la solvencia del sistema bancario.

La rápida expansión de las exportaciones de bienes y servicios continuó a tasas elevadas durante la administración Frei RT, con un promedio de expansión cercano al 9.5% anual real, muy similar al obtenido en la administración Aylwin. Ambas administraciones de la concertación alcanzaron tasas claramente superiores al promedio de expansión de las exportaciones de la década del 80 (Pinochet II), en torno a 8.5%, pero inferior a la de la década del 70 (Pinochet I), cuando la expansión de las exportaciones alcanzó a un promedio de 13% anual. En materia de comparaciones internacionales el crecimiento exportador fue algo inferior al de los otros países de la muestra, con la sola excepción de Brasil al que se le supera por amplio margen. El ritmo de expansión de las exportaciones de México y Corea, más de 16%, y de Argentina, Malasia y Polonia, en torno a 11% anual, es superior al registrado en Chile entre 1994 y 1999.

**Gráfico 8: Exportaciones Reales de Bienes y Servicios**



Fuentes: BCCH, JP Morgan

Chile junto con Polonia, Argentina, y México mostraron una tendencia moderada a la apreciación real de sus monedas en el período 1994-99. Los países asiáticos en cambio mostraron una tasa de depreciación real significativa, Corea con 2.4% y Malasia con 3.6% de promedio anual en la década. Sería fácil concluir entonces que el mayor crecimiento exportador de los asiáticos se deriva de la tendencia cambiaria, pero eso no es válido. La tendencia del TCR de los países asiáticos está muy afectada por las fuertes devaluaciones que debieron sufrir a partir de 1997 con la crisis financiera que los afectó, lo que se refleja en la elevada volatilidad que mostró el TCR, 13% y 10%, en Malasia y Corea, respectivamente. La volatilidad del TCR es también alta en el caso de México y Brasil, 14% y 11% anual, respectivamente. El tipo de cambio real en Chile en cambio aún con una política cambiaria de creciente flexibilidad, mostró una volatilidad moderada, 6%, similar a la registrada por Polonia y Argentina.

**Cuadro 3: Resultados Macroeconómicos**

	Desempeño Macroeconómico 1964-1999						Desempeño Macroeconómico 1994-1999						
	Frei M. 1964-1969	Allende 1970-1973	Pinochet I 1974-1982	Pinochet II 1983-1989	Aylwin 1990-1993	Frei R-T 1994-1999	Argentina	Brasil	México	Polonia	Malasia	Corea	Chile
Crecimiento PIB (% a/a)	4.1	1.1	2.1	5.2	7.7	5.7	2.9	2.9	3.1	5.6	5.6	5.5	5.7
Inflación (% dic-dic)	26.7	182.1	120.6	20.8	17.7	6.1	1.4	369.1	21.7	19.0	3.6	4.7	6.9
Desempleo (%)	7.2	5.8	14.5	13.3	7.3	7.3	14.4	6.0	4.1	13.2	2.8	3.7	7.3
Balance Fiscal (% PIB)	-1.5	-7.7	0.6	-0.8	1.7	1.2	-1.8	-13.8	-0.5	-2.6	1.5	-0.6	1.2
Exportaciones (% a/a)	3.5	-2.4	13.4	8.4	9.6	9.4	11.1	3.4	16.8	11.2	11.5	17.1	9.4
FBKF (% PIB)	14.6	13.9	15.6	17.4	22.6	24.0	19.0	20.1	19.2	20.5	36.4	33.7	24.0
Ahorro (% PIB)	13.2	11.9	9.5	11.8	20.1	20.5	15.4	17.3	16.4	20.2	37.4	35.4	20.5

Fuentes: BCCH, INE, FMI

Fuentes: BCCH, INE, FMI, JP Morgan

Un balance objetivo sobre la base de los resultados macroeconómicos ubica a la administración Frei RT como una de las mejores de las administraciones chilenas del

último tercio del siglo XX, obteniendo los mejores resultados en materia de inflación, inversión y ahorro y ubicándose en segundo lugar siguiendo a la administración Aylwin en materia de crecimiento del PIB y balance fiscal, y en tercer lugar en materia de tasa de desempleo y crecimiento de las exportaciones.

En la comparación internacional la administración Frei RT se ubica sólo por debajo de las dos economías asiáticas, superando al resto de las economías emergentes en el periodo 1994-1999 en prácticamente todas las variables que representan desempeño macroeconómico. La administración Frei RT Se encuentra en primer lugar en materia de crecimiento del PIB, en segundo lugar en materia de balance fiscal, en tercer lugar en materia de tasas de ahorro y de FBKF, en cuarto lugar en materia de inflación, en quinto en tasa de desempleo y en sexto en crecimiento de las exportaciones.

Este simple análisis comparativo muestra que las fortalezas en materia macroeconómica de la administración Frei RT, particularmente en control de la inflación, crecimiento económico, formación de capital, ahorro y, secundariamente, en equilibrio fiscal. En todas esas variables la comparación con otras administraciones y otras economías emergentes resulta muy favorable. En las áreas dónde la administración Frei RT no presenta ventajas y dónde los esfuerzos de reforma debe concentrarse son el crecimiento real de las exportaciones, que si bien se mantiene alto es superado por el de varias economías emergentes, y en la tasa de desempleo, la cuál no registró los progresos notables mostrados por otras variables macroeconómicas.

Mejorar el desempeño en materia de exportaciones y desempleo deberían ser prioridades de la política económica del futuro. Un énfasis especial en la eficiencia con que se usan los factores productivos y la incorporación de tecnologías y mejoras de calidad de los factores deberían apoyar el incremento de la productividad que es base del desarrollo exportador. El incremento de la productividad también favorece la absorción de desempleo, pero en el mercado laboral la flexibilidad, y métodos de negociación que reflejen la verdadera escasez relativa de los servicios del trabajo son necesarios para reducir el desempleo de largo plazo. En ese sentido preocupa el efecto que el aumento en los salarios mínimos pueda tener sobre el empleo de los grupos más vulnerables y con más baja productividad, particularmente los jóvenes con baja capacitación y poca experiencia laboral.

Una comparación que refleje el resultado del conjunto de las variables que representan desempeño macroeconómico requiere de alguna forma de agregación para generar un índice de desempeño macroeconómico. Para esto se agrega el resultado de las siete variables principales que representan desempeño macroeconómico y que fueron consideradas en este análisis, en un procedimiento que se aplica a cada una de las administraciones chilenas y a cada uno de los países considerados.

Para cada una de las variables consideradas se construye indicadores de desempeño macroeconómico fijando puntajes para valores extremos y derivando el de los intermedios en términos de la distancia entre el mejor y peor resultado observado para cada una de

ellas<sup>1</sup>. Se otorga un puntaje de 100 al mejor resultado y de 1 al peor, con los puntajes intermedios distribuidos proporcionalmente de acuerdo al desvío respecto de los valores extremos. El índice de desempeño macroeconómico global (IDM) se construye por el promedio simple de los índices de desempeño logrados para cada variable individual.

De acuerdo a la evaluación realizada sobre la base del IDM, la administración Frei RT comparte honores con la administración Aylwin en el ranking global, con un IDM de 68 para la primera y 71 para la segunda. Debe considerarse sin embargo que durante la administración Aylwin no se registraron crisis financieras internacionales significativas y con secuelas locales y regionales. Mientras que durante la de Frei RT, además de la crisis asiática y sus réplicas en Rusia y Brasil, se desarrolló la crisis Mexicana de 1994-95, aunque esta última casi no generó secuelas locales. A una distancia apreciable y en un tercer lugar se ubican prácticamente en un mismo nivel las administraciones de Frei M y de Pinochet II con un puntaje en torno a 47. Mucho más atrás aún Pinochet I y Allende con puntajes equivalentes a la mitad del de los líderes. En términos internacionales la administración Frei RT es superada en términos de desempeño sólo por las dos economías asiáticas, con 90 puntos, pero Chile con su IDM de 68 supera a México que alcanza un IDM de 64, Polonia 55, Argentina 46 y Brasil, 27.

**Cuadro 4: Índices de Desempeño Macroeconómico**

Índices de Desempeño Macroeconómico 1964-1999							Índices de Desempeño Macroeconómico 1994-1999							
	Frei M. 64-69	Allende 70-73	Pinochet 74-82	83-89	Aylwin 90-93	Frei R-T 94-99		Argentina	Brasil	México	Polonia	Malasia	Corea	Chile
Crecimiento PIB (%a/a)	46.3	1.0	16.4	61.8	100.0	68.4	Crecimiento PIB (%a/a)	28.0	28.3	31.3	68.5	67.7	66.5	68.4
Inflación (% prom anual)	92.6	67.9	60.8	94.6	95.3	98.5	Inflación (% prom anual)	100.0	1.0	94.5	95.3	99.4	99.1	98.5
Desempleo (%)	63.1	74.7	1.0	11.2	62.0	62.2	Desempleo (%)	2.4	72.9	88.6	11.8	100.0	92.4	62.2
Balance Fiscal (%PIB)	79.5	40.0	93.1	84.3	100.0	97.4	Balance Fiscal (%PIB)	78.2	1.0	86.1	72.7	99.0	85.4	97.4
Exportaciones (% a/a)	31.0	1.0	81.1	55.9	61.9	60.9	Exportaciones (% a/a)	69.3	30.0	98.2	69.8	71.5	100.0	60.9
FBKF (%PIB)	4.1	1.0	8.7	16.4	39.4	45.5	FBKF (%PIB)	23.7	28.3	24.4	30.0	100.0	88.2	45.5
Ahorro (%PIB)	13.9	9.3	1.0	9.0	38.6	39.9	Ahorro (%PIB)	21.7	28.4	25.3	39.0	100.0	92.7	39.9
<b>Desempeño Global</b>	<b>47.2</b>	<b>27.8</b>	<b>37.5</b>	<b>47.6</b>	<b>71.0</b>	<b>67.5</b>	<b>Desempeño Global</b>	<b>46.2</b>	<b>27.1</b>	<b>64.1</b>	<b>55.3</b>	<b>91.1</b>	<b>89.2</b>	<b>67.5</b>

Fuentes: elaboración propia en base a datos del BCCH, INE, FMI

Fuentes: elaboración propia en base a datos del BCCH, INE, FMI, JP Morgan

### III.- La gestión macroeconómica a lo largo del período.

Los resultados macroeconómicos de fines del período de Frei RT fueron muy inferiores a los resultados promedios del período, que son los que se reflejan en el IDM construido. Parece entonces necesario complementar el análisis anterior con uno que explique la evolución del desempeño a lo largo del período.

<sup>1</sup> Las variables evaluadas fueron la tasa de crecimiento promedio anual del PIB, máximo puntaje otorgado a 7.7% y mínimo 1.1%; la tasas de inflación promedio anual, máximo puntaje a 1.4% y mínimo a 369%; tasa de desempleo, máximo puntaje a 2.8% y mínimo a 14.5%; para el balance del fisco como proporción del PIB, máximo puntaje a un superávit de 1,7% y mínimo a un déficit de 13.8%; tasa de crecimiento de las exportaciones reales, máximo puntaje a 17% y mínimo -2.4%; tasa de FBKF como proporción del PIB, máximo a 36.4% y mínimo a 13.9%, y tasa de ahorro como proporción del PIB máximo a 37.4% y mínimo a 9.5%. Se desestimó incluir en la evaluación el déficit de cuenta corriente, ya representado en ahorro e inversión, y la tendencia y volatilidad del TCR.

Las condiciones macroeconómicas a lo largo de la administración Frei RT registraron cambios de importancia los que respondieron más que nada a impulsos cíclicos de demanda agregada que afectaron al producto y el empleo, pero que no impidieron el cumplimiento estricto de las metas de inflación a lo largo del mismo. De la rápida expansión del Producto y del Gasto Interno registrado en el cuatrienio dorado (1994-97), en que el PIB se expandió a una tasa promedio de 7.8% anual, la economía chilena pasó al bienio post-crisis asiática (1998-99), en que la expansión del PIB se redujo a un 1.4% promedio anual. Es interesante notar que la variabilidad en el crecimiento del Gasto Interno, Consumo más Inversión, fue aún más marcada pasando de tasas de crecimiento anual de casi 10% en 1994-97 a una caída de 3% en el bienio post-crisis asiática. Fue el gasto de origen privado el que explica esta variación en el crecimiento de la demanda interna y del PIB, pasando este de una expansión de 10.5% anual en 1994-97 a una caída de 5% anual en 1998-99. La absorción pública en cambio, continuó creciendo a una tasa promedio en torno al 6% anual en ambos sub-períodos.

**Cuadro 1**

<b>Chile: Tasas de Crecimiento Real Anual (en %)</b>				
	PIB	Gasto Interno	Gasto Privado	Abs.Pública
1994	5.7	5.5	5.7	4.6
1995	10.6	16.2	18.9	5.4
1996	7.4	7.9	7.7	8.6
1997	7.4	9.1	9.8	6.1
1998	3.9	3.9	3.2	7.1
1999	-1.1	-9.9	-13.2	4.8
Promedio	5.7	5.4	5.3	6.1
Máximo	10.6	16.2	18.9	8.6
Mínimo	-1.1	-9.9	-13.2	4.6
Promedio 94/97	7.8	9.7	10.5	6.2
Promedio 98/99	1.4	-3.0	-5.0	6.0

Fuentes: elaboración propia sobre la base de datos del BCCH y Dipres

El contagio de la crisis asiática a la economía chilena llegó por dos canales, el comercial y el financiero, contribuyendo ambos a la caída de la demanda interna y, en consecuencia, de la actividad y el empleo. El contagio comercial se caracterizó por el brusco deterioro de los términos de intercambio y la disminución de la demanda por nuestras exportaciones. En 1998 los términos de intercambio alcanzaban un nivel 9.8% menor al registrado en 1996, mientras que la tasa de expansión del PIB de nuestros principales socios comerciales, que en 1996 había alcanzado al 3.9%, se había reducido en 1998 a sólo 1.5%. La menor demanda externa llevó a una desaceleración en el crecimiento de las exportaciones: de una expansión de 13.4% del volumen de exportaciones en 1996 se pasó a una expansión de 7.3% en 1998. Más importante aún que la menor demanda externa fue la caída de la demanda interna que se derivó del menor ingreso nacional corriente por el deterioro de los términos de intercambio.

La reducción en el gasto interno en consumo e inversión registrado a partir de mediados de 1998 fue mucho más allá de lo que se podía esperar de una pérdida transitoria del ingreso,

como la que se derivó del deterioro en los términos de intercambio y la caída de la demanda por nuestras exportaciones. En 1999 el ingreso nacional cayó en 1.3% real, un 0.2% más que el 1.1% de caída del PIB, lo que se puede atribuir al deterioro de los términos de intercambio. Al mismo tiempo las exportaciones reales siguieron creciendo, pero a un ritmo menor, el crecimiento de las exportaciones bajó de 9.4% en 1997 a 5.9% en 1998, pero se recuperó a 6.9% en 1999. Sin embargo la demanda agregada interna pasó de crecer a dos dígitos en 1997 a disminuir en 10% real en 1999. De ello se puede inferir que el principal canal de transmisión del contagio no fue ni el menor crecimiento de las exportaciones ni el deterioro en los términos de intercambio, sino el cambio en las condiciones de financiamiento externo. Aceptar esto no implica descartar que el contagio comercial haya en parte gatillado el contagio financiero.

En efecto, la crisis asiática significó una brusca disminución en la disponibilidad de financiamiento externo en la economía chilena al tiempo que el costo de éste se incrementó marcadamente. Las entradas netas de capitales cayeron desde casi el 10% del PIB registrado en 1996 y 1997 a un valor negativo equivalente a 1.1% del PIB en 1999. Los spreads o recargos sobre las tasas de referencia que afectan a los bonos emitidos por empresas chilenas se incrementaron desde poco más de 100 puntos base a inicios de 1997 a 300 puntos base en 1998. Por último, las expectativas respecto de la evolución futura del valor del peso chileno sufrieron un fuerte cambio, lo que determinó la interrupción de la tendencia a la apreciación real del peso iniciada en 1991 y que promedió algo más de 5% anual entre 1991 y 1997. El fuerte aumento del valor real del peso se revirtió parcialmente en 1998 y 99 cuando la depreciación real, medida por el incremento del tipo de cambio real, alcanzó a 8% anual promedio. Esta depreciación real reflejó la pérdida de valor nominal de nuestra moneda respecto del dólar americano de 10% promedio anual en el mismo período.

Las consecuencias sufridas por la economía chilena a raíz de la crisis asiática habrían sido poco significativas sin el contagio financiero. En efecto, el deterioro de las condiciones de financiamiento externo hizo imposible que el mayor déficit de cuenta corriente generado por la caída en el ingreso nacional pudiese ser financiado. Por el contrario, el sector privado al verse enfrentado a un financiamiento externo restringido y caro, debió realizar un fuerte ajuste de gasto para limitar el uso de financiamiento externo, lo que originó la caída en el producto y el empleo. Esa fuerte respuesta del gasto privado no tuvo tanto que ver con el tamaño del choque externo sino que con las condiciones iniciales y la vulnerabilidad que ellas representaban. Previo al contagio por la crisis asiática, la expansión del gasto interno había llevado el déficit en cuenta corriente a niveles elevados, que probaron ser excesivos. En 1997, el déficit de cuenta corriente medido a precios internacionales de tendencia, esto es corrigiendo por desvíos en los términos de intercambio respecto de su tendencia, alcanzó a más de 6% del PIB, mientras que el déficit efectivo alcanzaba casi a 5% del PIB.<sup>2</sup> En 1998 ante el deterioro de los términos de intercambio el déficit de cuenta corriente se incrementó a casi 6% del PIB, y, de no haber mediado el ajuste de gasto habría alcanzado valores cercanos al 8% del PIB.

---

<sup>2</sup> Guajardo y Le Fort (1999)

**Cuadro 2: Déficit en Cuenta Corriente**

	Déficit en Cuenta Corriente	Déf. Cta. Cte. Precios de tend.
	(Como % del PIB nominal)	
1994	3.1	2.7
1995	2.1	4.4
1996	5.1	5
1997	4.9	6.3
1998	5.7	4.4
1999	0.1	-0.5
Promedio	3.5	3.7
Máximo	5.7	6.3
Mínimo	0.1	-0.5
Promedio 94/97	3.8	4.6
Promedio 98/99	2.9	2.0

Fuente: BCCH y J. Guajardo y G. Le Fort, "Cuenta Corriente y Desvíos Transitorios en Términos de Intercambio y Volúmenes de Exportaciones en Chile: 1985-1999", Revista de Economía Chilena, vol.2, N°3, diciembre 1999.

Una evaluación del papel de las políticas monetaria y fiscal respecto a como enfrentar las turbulencias generadas por la crisis externa puede enfocarse en dos aspectos: la prevención de la crisis y la gestión realizada al enfrentarla. En materia de prevención es necesario reconocer que una de las principales fortalezas de nuestra economía estuvieron en torno al sistema financiero, el cual logró mantener una situación de solvencia y calidad de cartera muy superior a la de las otras economías emergentes. Una segunda fortaleza en materia de prevención se relacionó con la reducción de la inflación y el estricto cumplimiento de las metas anunciadas al respecto dentro de márgenes especialmente estrechos. A pesar de esas significativas fortalezas la prevención fue insuficiente en cuanto la política macroeconómica no logró mantener en cauces adecuados la evolución del gasto privado. El exagerado crecimiento del gasto privado registrado hasta 1997 determinó la sobre expansión de la demanda que creó las condiciones para el contagio y el fuerte ajuste posterior.

La política monetaria se caracterizó por ser restrictiva manteniendo tasas de interés reales elevadas en comparación a los estándares internacionales e históricos. La tasa de interés real promedio para depósitos a 90 días alcanzó a 6.5% entre 1990 y 1997, lo que representa tasas muy superiores a aquellas vigentes en Chile en la segunda mitad de los 80, 5.5% promedio, o en países con un nivel de desarrollo y condiciones de estabilidad macroeconómica similares. Por otra parte, durante los 90 el sector público mantuvo un continuo superávit, aunque la tasa de crecimiento del gasto público se fue incrementando a lo largo del período no es posible atribuir a la política fiscal los orígenes de la expansión del gasto privado.

Aún con tasas de interés real relativamente elevadas y con superávit público el crecimiento del gasto privado interno del período 1991-1997 fue excesivo, como lo muestra el ajuste que se realizara posteriormente. El origen del problema no fue el nivel de la tasa de interés real, ni la política fiscal sino que la abundancia de financiamiento externo. Este se

relacionó con un aumento de la oferta de capitales externos entre 1991 y 1997 y que significó un shock exógeno de efecto prolongado sobre la economía nacional.<sup>3</sup>

Las presiones de entrada de capitales llevaron al tipo de cambio al piso de la banda cambiaria lo que restó efectividad a la política monetaria y estimuló mayores entradas de capitales. El encaje no remunerado a las entradas de capitales fue un instrumento utilizado para enfrentar este problema, pero su aplicación fue sólo parcial lo que permitió la entrada de capitales por canales alternativos no regulados que crecientemente mermaron su efectividad. Además no se siguió una política activa de encaje y la tasa de aplicación del encaje no se intensificó ante el aumento de las presiones de entrada de capitales. En concreto, sin un fortalecimiento y generalización del encaje a los influjos de capitales o la eliminación de la banda cambiaria, el poder de la política monetaria para afectar el gasto privado se veía crecientemente restringido por la mayor integración financiera que se dio en ese período.

Ha habido una amplia discusión respecto al encaje y su efectividad basado en la experiencia chilena de los años 90. A ese respecto no hay acuerdo, con posiciones que van desde sostener la completa ineffectividad del encaje a quienes sostienen que el encaje afectó el tamaño y composición de los flujos de capitales como también el diferencial de retornos esperados de activos domésticos y externos.<sup>4</sup> No es el propósito de esta nota reiterar la discusión al respecto sino que plantear opciones de política para enfrentar condiciones como las vividas en los 90. A ese respecto, es válido considerar el encaje como una herramienta factible de usar, pero su uso adecuado exige el fortalecimiento de su efectividad mediante su aplicación sin excepciones mientras persista el shock de entrada de capitales.

Con una política monetaria debilitada por las fuerte entradas de capitales externos, la política fiscal debería haber tomado un papel más decisivo en la contención del gasto agregado, para prevenir así la generación de condiciones de vulnerabilidad externa. Lamentablemente eso no sucedió y de hecho la política fiscal tuvo un cierto sesgo pro cíclico en el período 1994-99. El año con mayor expansión de la absorción pública fue 1996, 8.6% el que coincide con una fase de alta expansión del gasto privado, mientras que el período de menor expansión de la absorción pública es 1999, justamente el año en que el gasto privado se reduce fuertemente. Una efectiva prevención de crisis requiere de una moderación de las fluctuaciones cíclicas de la economía, compensando parcialmente la política fiscal las distintas fases del gasto privado. Ello requiere de una efectiva coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, que incluya una clara asignación de responsabilidades y definición de instrumentos a utilizar, como también aclarar que el compromiso de la política fiscal no es solamente evitar incurrir en déficits contables, sino hacer una contribución efectiva a la estabilidad macroeconómica manteniendo un superávit o balance estructural a lo largo de todo el ciclo.

---

<sup>3</sup> Resultados empíricos y una discusión al respecto pueden encontrarse en Le Fort y Lehmann (2000). En este trabajo se muestra que el shock fue exógeno en el sentido que el aumento de la entrada de capitales se asoció a una disminución del diferencial esperado de retornos de activos domésticos y externos.

<sup>4</sup> Ver Gallego, Hernández y Schmidt-Hebbel (1999), y Le Fort y Lehmann (2000)

Es importante notar que la posición fiscal fue superavitaria hasta fines de 1998, lo que hacía políticamente difícil tomar acciones que implicaran un incremento de dicho superávit. La definición de mediciones estructurales para las cuentas fiscales puede contribuir a superar este problema, pero es un hecho que las presiones existirán siempre y una buena gestión de la hacienda pública consiste precisamente en manejarlas adecuadamente. Por lo demás, la alternativa de aceptar las presiones y limitar la acción de la política fiscal implica renunciar a la responsabilidad de contribuir a mantener la estabilidad macroeconómica. Por mucho que el origen de los problemas sea un exceso de gasto privado, la responsabilidad de solucionar el problema sigue siendo de la autoridad pública, y para esto tenía dos alternativas: o un superávit fiscal claramente pro cíclico que se incrementara en los períodos de mayor crecimiento, o imponer mayores restricciones que limitaran las entradas de capitales paliando así su efecto sobre el gasto.

La economía chilena pasó de una sobre expansión de la demanda interna a una fuerte caída que arrastró consigo a la actividad y el empleo, sin que ello implicara dejar de cumplir con los compromisos en materia de inflación. Una vez experimentado el contagio, los cursos alternativos de acción no son muchos. En lo fundamental, las consecuencias del contagio serán mayores en la medida que se pierda confianza y los mercados no perciban una respuesta de política coherente y consensual entre las autoridades. El contagio implica que se reduce y encarece el financiamiento externo en el momento que este se hace más necesario. Las opciones básicas son reducir el uso y aumentar la oferta de financiamiento externo mediante un alza de la tasa de interés doméstica o mediante una devaluación de la moneda nacional, capaz de generar expectativas de una futura apreciación de la misma. En cualquiera de los dos casos se modifica el diferencial esperado de retorno de activos domésticos y externos a favor de los activos domésticos, y se reduce la demanda interna por bienes y servicios, y, en consecuencia, la demanda por financiamiento externo. Sin embargo lo efectivamente importante es modificar (aumentar) las tasas de retorno de esperada de los activos domésticos medidas en moneda extranjera.

Existe un rango de opciones que van desde concentrar el ajuste en la devaluación de la moneda nacional hasta concentrarlo en el alza de las tasas de interés domésticas, y todas las opciones intermedias entre ambas. Las opciones extremas son especialmente riesgosas: basar todo el ajuste en alzas de la tasa de interés doméstica evitando toda devaluación de la moneda puede tener efectos muy negativos sobre el producto y el empleo, que deterioren la confianza en las posibilidades de crecimiento futuro de la economía. Basar todo el ajuste en la depreciación de la moneda sin alterar la tasa de interés implica arriesgar la pérdida del ancla nominal de la economía con el riesgo de iniciar un espiral de devaluación e inflación. Si se pierde el ancla la devaluación no contribuye a generar expectativas de apreciación futura de la moneda por lo que su efectividad como herramienta de ajuste se debilita. El camino correcto debe ser uno intermedio, que reparta el ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés, de forma de recuperar confianza en los activos domésticos al tiempo que se restringe la demanda interna. Desde luego que la composición precisa del mejor ajuste no sólo es desconocida en el momento que las decisiones deben tomarse, sino que sigue siendo objeto de controversia mucho tiempo después que del conocerla se derive alguna utilidad práctica.

La composición deseable del ajuste también responde a las condiciones vigentes y sigue una cierta secuencia. Si la economía está enfrentando fuertes presiones expansivas de demanda conviene usar más intensamente el alza en la tasa de interés, para una vez moderadas estas permitir una mayor variación del tipo de cambio. De permitirse una fuerte devaluación durante la fase de alta demanda agregada se arriesga una aceleración inflacionaria como la descrita en el caso extremo anterior.

En rasgos generales el camino que se siguió en Chile después del contagio de la crisis asiática respondió a la búsqueda de una combinación de ajuste que los distribuyera entre tasa de interés y tipo de cambio. Con los datos ex post es posible argumentar que el ajuste de gasto fue excesivo, que una mayor depreciación de la moneda y menores alzas de la tasa de interés habrían sido preferibles, dada la fuerte caída experimentada por la demanda agregada en 1999 y que la meta de inflación fue cumplida con un cierto margen. Pero esa es una evaluación posible solo con conocimiento a posteriori, y una vez superados los riesgos de pérdida de confianza en el ancla nominal que estuvieron muy vigentes entonces. En Chile, desde 1991 el ancla nominal es la meta de inflación que fija el Banco Central. De haberse incumplido la meta de inflación se podría haber perdido el ancla nominal y la economía podría haber entrado en un espiral de inflación devaluación del cuál no se sale sin un ajuste mucho más severo y prolongado que el que se dio en efecto.

La recesión duró 4 trimestres y significó una caída del producto anual de poco más de 1% en 1999, una cifra muy moderada comparada con las recesiones anteriores que afectaron a Chile, o con las recesiones que afectaron a las otras economías emergentes luego de la crisis asiática.<sup>5</sup>

Si bien las opciones tomadas para enfrentar la crisis fueron las correctas, hubo problemas en la implementación de las políticas que será importante considerar como experiencia útil para el futuro. En nada contribuyeron a aminorar el efecto de la crisis los llamados y declaraciones de altas autoridades a favor de una mayor depreciación del peso. Estos llamados generaron desconfianza en la moneda nacional lo que, lejos de favorecer el proceso de recuperación, lo dificultó al acentuar aún más la especulación contra nuestra moneda. Es legítimo que existan diferencias en materia de la composición del ajuste monetario y cambiario entre distintas autoridades, pero parece preferible que estas sean resueltas en las instancias de coordinación y no a través de los medios de comunicación.

Los episodios de iliquidez durante los cuáles la tasa de interés de mercado superó la tasa máxima convencional representaron un serio problema de implementación de la política monetaria; de hecho, la política de “flotación de tasa de interés” es en general no compatible con la existencia de tasas máximas, como la máxima convencional. Durante tales episodios el mercado financiero se paralizó al superar la tasa de mercado a la máxima permitida, lo que implicó una fuerte restricción de crédito. A este problema contribuyó el estrechamiento de la banda cambiaria y la decisión de no esterilizar ni siquiera parcialmente el efecto monetario de las operaciones de cambio, lo que rigidizó al tipo de

---

<sup>5</sup> Las recesiones anteriores en 1982 y 1975 significaron caídas del PIB cercanas al 15% anual. Con ocasión de la crisis asiática, sólo México entre las economías emergentes de Latinoamérica, y Polonia y Hungría entre las emergentes de Europa, sufrieron impactos recesivos menos severos que el que afectó a Chile. Todas las economías emergentes de Asia presentaron resultados más desfavorables en materia de actividad.

cambio y concentró por ese período el ajuste sobre la tasa de interés. Todo esto implicó que la tasa de interés inter bancaria diaria alcanzara durante los episodios de iliquidez muy altos niveles, afectando el resto de las tasas de mercado que, en momentos, superaron la tasa máxima convencional, interrumpiendo la operación del mercado financiero.

La especulación cambiaria llevó a algunos agentes financieros a utilizar sus disponibilidades de liquidez en pesos para comprar divisas. Cuando la autoridad monetaria vendió divisas para defender el valor del peso y no repuso la liquidez retirada, dichos agentes debieron pagar altísimas tasas de interés para obtener de manos de quienes siguieron un comportamiento más conservador los pesos que requerían para cumplir con la obligación de encaje monetario.<sup>6</sup> Estos problemas de iliquidez sólo se superaron una vez terminado el episodio especulativo en septiembre de 1998 cuando el Banco Central amplió la banda cambiaria, aumentó la tasa de interés de política monetaria y reasumió su compromiso con el objetivo instrumental de la política monetaria, esto es, mantener la tasa de interés inter bancaria diaria en torno a la tasa de política monetaria anunciada.

De experiencias como esta se puede derivar muchas lecciones, destaco dos. La primera es que es necesario desarrollar sistemas preventivos complementarios a la regulación prudencial del sistema financiero y a la mantención de una inflación baja y estable para limitar la vulnerabilidad al contagio externo de la economía. Si bien el sistema financiero se mantuvo sólido y las metas de inflación se cumplieron, el excesivo aumento del gasto privado significó un deterioro de la estabilidad macroeconómica y permitió el traspaso a la economía local de los efectos de la turbulencia financiera internacional. Un desafío pendiente es desarrollar instrumentos adecuados para evitar que esta debilidad vuelva a surgir en el futuro. En este sentido, la política de superávit estructural anunciada por el actual gobierno chileno es una contribución. La segunda lección es sobre como implementar las políticas y el especial cuidado por una parte en entregar un mensaje coherente que cimiente la confianza, y por otra en distribuir la carga del ajuste en distintas variables evitando concentrar todo el proceso en una sola.

#### **IV Conclusiones**

Un balance objetivo sobre la base de los resultados macroeconómicos ubica a la administración Frei RT como una de las dos mejores de las administraciones chilenas del último tercio del siglo XX. En la comparación internacional la administración Frei RT se ubica sólo por debajo de las dos economías asiáticas, superando al resto de las economías emergentes en el periodo 1994-1999 en prácticamente todas las variables que representan desempeño macroeconómico.

---

<sup>6</sup> La distribución de la liquidez fue en parte origen de la extraordinaria alza de tasas, pero esta no se habría producido si el Banco Central hubiese mantenido su política de regular el suministro de liquidez de forma de mantener la tasa interbancaria diaria próxima a la tasa de política monetaria. Probablemente bajo la política regular de suministro de liquidez se habría tenido que enfrentar mayores presiones especulativas que habrían obligado a una mayor venta de reservas y a alguna depreciación adicional del tipo de cambio. Ninguno de esos desarrollos parece hoy problemático dado el nivel de reservas y las presiones inflacionarias con que se superó el episodio, aunque es justo reconocer que la incertidumbre del momento hacía difícil este curso de acción alternativo.

Las fortalezas en materia macroeconómica de la administración Frei RT, estuvieron particularmente en control de la inflación, el crecimiento económico, la formación de capital, ahorro y, secundariamente, en el equilibrio fiscal. En las áreas dónde la administración Frei RT no presenta ventajas y dónde los esfuerzos de reforma debe concentrarse son el crecimiento real de las exportaciones, que si bien se mantiene alto es superado por el de varias economías emergentes, y en la tasa de desempleo, la cuál no registró los progresos notables mostrados por otras variables macroeconómicas. Mejorar el desempeño en materia de exportaciones y desempleo deberían ser objetivos prioritarios, para los cuáles es necesario mejorar la eficiencia con que se usan los factores productivos y la incorporación de tecnologías y mantener o ampliar la flexibilidad de los mercados, en particular el laboral.

El principal problema que presenta la administración Frei RT en término de resultados es la heterogeneidad de los mismos a lo largo del tiempo. El haber sido vulnerable al contagio de la crisis asiática hacia el fin de la administración, determinó una debilitamiento del desempeño global y una acentuación de los principales problemas que debió enfrentar.

Para prevenir el contagio de crisis externas son requisitos mantener un sistema financiero sano con regulaciones y una inflación baja y estable. Sin embargo ello no es suficiente. La vulnerabilidad al contagio que genera la expansión excesiva del gasto privado también debe ser limitada evitando así los fuertes vaivenes cíclicos. Un desafío pendiente es desarrollar instrumentos adecuados para este efecto. En este sentido, la política de superávit estructural anunciada por el actual gobierno chileno es una contribución.

#### **IV.- Referencias**

- Banco Central de Chile (1989), “Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988”.
- Banco Central de Chile, “Boletín Mensual del Banco Central de Chile”, varios números.
- Banco Central de Chile (1998), “Anuario de Cuentas Nacionales”.
- Dirección de Presupuestos, “Estadísticas de las Finanzas Públicas”, Series Estadísticas Trimestrales, <http://www.dipres.cl>
- Fondo Monetario Internacional (2000), “International Financial Statistics”.
- Fondo Monetario Internacional (2000), Base de datos del “World Economic Outlook”, abril 2000.
- F. Gallego, L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (1999): “Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?. Documentos de Trabajo Banco Central de Chile N 59, Diciembre 1999.
- J. Guajardo y G. Le Fort (1999), “Cuenta Corriente y Desvíos Transitorios en Términos de Intercambio y Volúmenes de Exportaciones en Chile: 1985-1999”, Revista de Economía Chilena, vol.2, N°3.
- G. Le Fort y S. Lehmann (2000): “El encaje los Flujos de Capitales y el Gasto: Una Evaluación Empírica. Documentos de Trabajo Banco Central de Chile N 64, Febrero, 2000.
- Instituto Nacional de Estadísticas, “Encuesta Nacional del Empleo”.
- JP. Morgan (2000) “Emerging Markets Economic Indicators”, varios números, New York.

**Documentos de Trabajo  
Banco Central de Chile**

**Working Papers  
Central Bank of Chile**

NÚMEROS ANTERIORES

PAST ISSUES

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Hard copy versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or email: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)

- |   |                 |
|---|-----------------|
| DTBC-80<br><b>How Does Pension Reform Affect Savings and Welfare</b><br>Rodrigo Cifuentes   | Octubre 2000    |
| DTBC-79<br><b>Evolución del Consumo y Compras de Bienes Durables en Chile, 1981-1999</b><br>Francisco Gallego y Raimundo Soto             | Septiembre 2000 |
| DTBC-78<br><b>Monetary Policy in Latin America in The 90s</b><br>Vittorio Corbo   | Agosto 2000     |
| DTBC-77<br><b>Optimal Monetary Policy Rules when The Current Account Matters</b><br>Juan Pablo Medina y Rodrigo Valdés                    | Agosto 2000     |
| DTBC-76<br><b>Value At Risk Ajustado por Liquidez:<br/>Una Aplicación a los Bonos Soberanos Chilenos</b><br>Christian A. Johnson          | Julio 2000      |
| DTBC-75<br><b>Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects</b><br>Francisco Gallego y Norman Loayza | Julio 2000      |
| DTBC-74<br><b>The Effect of Uncertainty on Monetary Policy:<br/>How Good are the Brakes?</b><br>Adam Cagliarini y Guy Debelle             | Junio 2000      |

DTBC-73	Junio 2000
<b>Ajuste Estacional e Integración en Variables Macroeconómicas</b> Raimundo Soto	
DTBC-72	Mayo 2000
<b>The Monetary Policy Transmission Mechanism and Policy Rules in Canada</b> David Longworth y Brian O'Reilly	
DTBC-71	Mayo 2000
<b>Monetary Policy Rules and Transmission Mechanisms under Inflation Targeting in Israel</b> Leonardo Leiderman and Hadas Bar-Or	
DTBC-70	Abril 2000
<b>Optimal Monetary Policy in a Small Open Economy: A General Equilibrium Analysis</b> Charles Carlstrom y Timothy Fuerst	
DTBC-69	Abril 2000
<b>Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes</b> Stephen Cecchetti y Michael Ehrmann	
DTBC-68	Marzo 2000
<b>Chile's Peso: Better Than (Just) Living With the Dollar?</b> Felipe Morandé y Klaus Schmidt-Hebbel	
DTBC-67	Marzo 2000
<b>Métodos de Evaluación del Riesgo para Portafolios de Inversión</b> Christian Andrew Johnson	
DTBC-66	Marzo 2000
<b>Policy Biases When The Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives</b> Herman Bennett y Norman Loayza	
DTBC-65	Marzo 2000
<b>A Note on the Moments of Stochastic Shrinkage Parameters in Ridge Regression</b> Luis Firinguetti y Hernán Rubio	