



## Capítulo 4

# Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill  
Oscar Dancourt  
Roberto Frenkel  
Editores



**BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ**  
**Centro Bibliográfico Nacional**

339.5098 D Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina / Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores.-- 1a ed.-- Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018 (Lima: Tarea Asociación Gráfica Educativa).  
357 p.: diags.; 21 cm.

Incluye bibliografías.  
D.L. 2018-09352  
ISBN 978-612-317-380-7

1. Macroeconomía - América Latina - Ensayos, conferencias, etc. 2. Política monetaria - América Latina 3. Crisis económica - América Latina 4. Bancos centrales - América Latina 5. América Latina - Política económica I. Damill, Mario, 1952-, editor II. Dancourt, Oscar, 1950-, editor III. Frenkel, Roberto, 1942-, editor IV. Pontificia Universidad Católica del Perú.

**BNP: 2018-419**

*Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina*

Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores

© Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

feditor@pucp.edu.pe

www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo  
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: julio de 2018

Tiraje: 500 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,  
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2018-09352

ISBN: 978-612-317-380-7

Registro del Proyecto Editorial: 31501361800681

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

# DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA CHILENA ANTE LOS *SHOCKS* PROCÍCLICOS (1999-2016)

Ricardo Ffrench-Davis<sup>1</sup>

## INTRODUCCIÓN

Desde 1999 el desempeño de la economía chilena ha estado dominado por *shocks* de los términos de intercambio y la cuenta de capitales. Estos fueron negativos entre 1999 y 2003. Durante 2016 se inició un alza persistente de los precios de los recursos naturales —incluido el cobre—, que, excepto por el *peak* del contagio de la crisis global de 2008-2009, fueron sumamente positivos entre el 2004 y 2013. Desde entonces, se han producido intensos *shocks* negativos.

Como se analiza en Ffrench-Davis (2015), el PBI de Chile creció en promedio 3,9% en el periodo de quince años que abarca desde 1999 hasta 2013. Ello constituyó una aguda caída en comparación al 7,1% de crecimiento anual que se registró entre 1990 y 1998, tras el retorno a la democracia en 1990 (ver cuadro 1, pp. 430).

Este artículo tiene como propósito aportar a la discusión sobre las razones del significativo cambio en los resultados económicos. Dado que no se registraron cambios específicos en el enfoque microeconómico, la explicación se concentra en las políticas macroeconómicas.

---

<sup>1</sup> Agradezco la colaboración de Simón Ballesteros y Andrea Costa.

**Tabla 1. Exportaciones y resto del PIB en el crecimiento económico, 1974-2016 (promedios anuales de tasas de variación, %)**

	PIB	Exportaciones	PIB no-exportado*	PIB LA (19)	PIB LA (18) sin Brasil
1974-89	2,9	10,7 (1,6)	1,6 (1,3)	3,1	2,4
1990-98	7,1	9,9 (2,0)	6,5 (5,1)	3,2	3,9
1999-2013	3,9	4,2 (1,4)	3,8 (2,5)	3,2	3,2
2013	4	3,3 (0,9)	4,2 (3,1)	2,9	2,9
2014	1,9	1,1 (0,3)	2,2 (1,6)	0,9	1,6
2015	2,3	-1,9 (-0,5)	3,9 (2,8)	-0,5	1,2
2016 (IPOM 9/16)	1,7	1,2 (0,3)	1,9 (1,4)		

Nota:

\* El PBI no-exportado es igual al PBI menos el contenido interno o valor agregado en Chile de las exportaciones. Se asume que los insumos importados de las exportaciones son iguales a la participación de las importaciones de no consumo en el PBI.

Las cifras entre paréntesis indican la contribución de las exportaciones y del resto del PBI a la tasa anual de cambio del PBI total para cada periodo. Para América Latina, los datos fueron procesados por Cepal para 19 países de América Latina en US\$ constantes de 2010.

Fuente: basado en Ffrench-Davis (2014) para Chile, actualizado a 2015 con cifras del Banco Central del PBI y las exportaciones, serie de referencia 2008. Para 2016, los estimados provisionales se basan en IPOM (septiembre 2016).

La adopción de metas de inflación como objetivo principal de la política monetaria, en combinación con una apertura total de la cuenta de capitales y la liberalización del tipo de cambio, logró una baja tasa de inflación y evitó crisis en la balanza de pagos. Sin embargo, ello causó que la economía operase por debajo de su producto potencial, mientras que el tipo de cambio y la cuenta corriente reales mostraron gran inestabilidad. La prociclicidad de los flujos financieros y del precio del cobre actuaron como canales activos de transmisión de la inestabilidad externa de mediano plazo a los mercados internos. Por otro lado, la política fiscal pasó de ser más bien neutral en los años 2000 a ser efectivamente contracíclica en 2009-2010, pero se tornó procíclica en 2011-2013. En consecuencia, cuando en 2013 se empezaron a sentir los *shocks* externos, como consecuencia de la disminución de los precios

de los productos básicos (*commodities*), los sectores externo y fiscal de la economía chilena se habían acostumbrado a precios insosteniblemente elevados del cobre y a un tipo de cambio que estaba evidentemente apreciado.

La primera parte presenta un breve resumen de las políticas y resultados económicos hasta 2013, examinando con mayor profundidad las políticas fiscal y cambiaria, así como el enfoque adoptado respecto del precio del cobre, principal exportación de Chile. Su relación con la evolución de los (des)equilibrios macroeconómicos reales y los vínculos con el crecimiento (no) sostenido son igualmente motivo de examen. La segunda parte comienza con una evaluación de la situación en 2013, cuando se inició la desaceleración de la actividad económica; se examinan graves vulnerabilidades generadas en los años previos, y sus vínculos con la desaceleración en 2013-2016; luego, se expone un panorama general de las políticas económicas desde 2014 hasta mediados de 2016. El tercer segmento se concentra en la evolución del sector externo, particularmente de las exportaciones, la formación de capital y la inversión extranjera directa. Finalmente, en la cuarta parte se presentan, a modo de conclusiones, lecciones de políticas para recuperar un crecimiento económico sostenido.

## **EL AUGE DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS Y LA RECUPERACIÓN CON DOS SESGOS PROCÍCLICOS (1999-2013)**

A fines de los años noventa, las políticas macroeconómicas en Chile sufrieron un cambio profundo respecto del enfoque que se adoptó inmediatamente después de la restauración de la democracia en 1990<sup>2</sup>. En setiembre de 1999, en medio del contagio de la crisis asiática, el Banco Central renunció a la flexibilidad administrada del tipo de cambio y adoptó un régimen de flotación libre de toda intervención

---

<sup>2</sup> Las reformas, políticas y resultados económicos de Chile desde el golpe militar de 1973 hasta 2012 se tratan en Ffrench-Davis (2014).

junto con la plena liberalización de la cuenta de capitales, al tiempo que adoptaba el enfoque de metas de inflación como principal objetivo macroeconómico. Todo ello, junto con la dependencia de las exportaciones de cobre por la inestabilidad de sus precios, fueron factores determinantes del persistente desequilibrio del tipo de cambio real (TCR) y de la presencia de brechas recesivas —brechas entre PBI potencial y PBI efectivo— a partir de 1999<sup>3</sup>.

En otro frente de la política económica, para abordar el descalce en situaciones recesivas entre los recursos públicos requeridos para los programas sociales y los ingresos fiscales temporalmente deprimidos, en 2001 se implementó una política de balance fiscal estructural o BFE (Ffrench-Davis, 2016a). Ello implicó mantener un nivel de gasto consistente con la evolución de los ingresos fiscales sostenibles a mediano plazo utilizando estimaciones del PBI y del precio de cobre tendenciales. Esta regla fiscal constituyó un avance respecto de la norma tradicional procíclica de equilibrar el presupuesto fiscal anualmente, pero se detuvo en la neutralidad sin avanzar hacia la contraciclicidad. Solo a finales de 2008 y por un breve periodo, la política fiscal implementó ajustes contracíclicos del gasto público y los impuestos cuando la economía entró en recesión debido al contagio de la crisis global. Sin embargo, posteriormente adoptó un enfoque procíclico.

### Desempeño económico general

Entre 1999 y 2013, la economía chilena pasó por un fuerte ciclo económico, que incluyó una larga recesión entre 1999-2003 y una fuerte recuperación impulsada por el significativo *boom* de los precios de los productos básicos que se inició en 2003.

---

<sup>3</sup> Cabe destacar que la herramienta de política contracíclica del encaje sobre los ingresos de flujos de capitales financieros, que se empleó sistemáticamente en 1991-1995, todavía se encuentra a disposición del Banco aunque con ciertas limitaciones (ver Ffrench-Davis, Gallagher y otros, 2015).

El auge de los productos básicos, particularmente el rápido aumento del precio del cobre, encontró en 2003 una economía que había atravesado una larga recesión, con una significativa brecha recesiva (BR, entre PBI potencial y efectivo). Después de nueve años durante los que el PBI creció 7,1% en promedio entre 1990-1998, durante cinco años el crecimiento cayó a 2,6%, bajo una demanda deprimida que hizo caer el producto efectivo por debajo del PBI potencial (PBI\*). Esta brecha recesiva fue consecuencia de una restricción externa fija que prevaleció por encima de las políticas fiscales y monetarias más bien neutrales en un entorno de metas de inflación dominantes. Debido a la gran brecha de producto al momento del *shock* externo positivo iniciado en 2003, la oferta interna pudo responder con un incremento del PBI efectivo y baja presión inflacionaria —la inflación permaneció por debajo del centro de la banda de 2-4% establecida por el Banco Central autónomo—. Por consiguiente, el *shock* exógeno contribuyó a un salto importante del crecimiento del PBI efectivo de 2,6% en 1999-2003, a 6% en 2004 y a 5,6% en 2004-2007. Este salto ocurrió sin realizar ninguna reforma significativa de las políticas macroeconómicas o microeconómicas internas, confirmando las debilidades macroeconómicas previas<sup>4</sup>.

La recuperación prosiguió gradualmente de manera que, a principios de 2008, antes de que se iniciase el contagio de la crisis global, se había reducido la brecha recesiva, si bien no se había eliminado. Esta brecha había estado presente desde fines de 1998, en agudo contraste con el periodo 1991-1997 cuando prácticamente no existía.

---

<sup>4</sup> El fracaso del enfoque macroeconómico adoptado desde 1999 en cuanto a generar mayor crecimiento queda más de manifiesto por el hecho que sobre el 85% de la caída del crecimiento del PBI entre 1990-1998 (7,1%) y 1999-2003 (2,6%) se concentró en la producción para el mercado interno, que depende directamente de las políticas macroeconómicas internas (3,9 puntos en una caída de 4,5 puntos del PBI; Ffrench-Davis, 2014).

El conjunto de periodos de recesión y recuperación implicó un crecimiento promedio del PBI de 3,9% anual en 1999-2007<sup>5</sup>. Al tiempo que se alcanzaron plenamente las metas de inflación<sup>6</sup>, se observó una fuerte disciplina fiscal y se acumularon significativos montos de fondos soberanos. Sin embargo, como se evitó ejecutar políticas contracíclicas significativas, el tipo de cambio real se apreció notablemente y, en consecuencia, las importaciones aumentaron mucho más rápidamente que las exportaciones.

En 2008 el contagio de la crisis global tuvo un abrupto impacto en la actividad económica. El gobierno, en un giro de enfoque de política, lo enfrentó con un fuerte ajuste de la política fiscal. En 2008-2009, los efectos negativos del *shock* externo se enfrentaron progresivamente gracias al impulso de las políticas públicas, particularmente la del Ministerio de Hacienda que pasó de un gran superávit a un déficit fiscal efectivo de 4,4% del PBI en 2009. Este fue financiado con el fondo soberano constituido en los años anteriores (tabla 3, fila 1). Hacia el último trimestre de 2009, prevalecía una fuerte recuperación. Sin duda, también el auge del precio del cobre, que se había reiniciado a mediados de 2009, contribuyó a la recuperación de las expectativas privadas y los ingresos fiscales.

La recuperación de la actividad económica y del PBI efectivo quedó interrumpida por el terremoto y tsunami del 27 de febrero de 2010 (27F). Tras esta seria interrupción, que según el Banco Central destruyó un 1,0-1,5% del PBI potencial, en el 2010 aún subsistía una amplia brecha recesiva y espacio para políticas reactivadoras de la economía.

---

<sup>5</sup> Como en 1998 y 2007 el PBI efectivo se encontraba relativamente cerca del PBI potencial; ese 3,9% anual mide aproximadamente el crecimiento del PBI\*, que contrasta notoriamente con el 7,1% anual de 1990-1998.

<sup>6</sup> En promedio 2,5% anual en 2004-2006 —bajo la meta de 3%—; luego se inició un auge internacional de los precios de alimentos que duró hasta la irrupción de la crisis global en 2008, generando una significativa inflación importada. El cambio del IPC anual aumentó a 7,5% en 2007-08 y disminuyó a -1,4% en 2009.

La elevada demanda interna resultante de las políticas contracíclicas de 2009 se incrementó aún más debido al gasto efectuado en la reconstrucción pos sismo, financiada con una elevada proporción de los ingresos obtenidos gracias a los precios extremadamente elevados del cobre. En 2010-2013, la demanda interna creció más rápidamente que el producto, estimulando una reactivación del PBI efectivo —a un promedio de 5,3%—, reutilizando la capacidad instalada sin crear presiones inflacionarias. Sin embargo, una vez más, se produjo una significativa apreciación del tipo de cambio y ello contribuyó a «anclar» el IPC, en tanto que desequilibraba las cuentas externas. A medida que se iba reduciendo la brecha recesiva, disminuyó también la velocidad de crecimiento del PBI real, cayendo al 4% en 2013, y a 3% en el último trimestre de ese año.

Para evitar el error común de no tomar en cuenta lo que sucedió antes de la recuperación, si se considera el *peak* de 2007 como base, el crecimiento del PBI efectivo entre 2007 y el siguiente *peak* en 2013 promedió —nuevamente— 3,9%; cuando introducimos una corrección debido a la destrucción causada por el sismo, el crecimiento promedio ajustado para 2008-2013 llega a 4,1%. En consecuencia, el crecimiento del PBI fue bastante similar en ambas etapas de este ciclo —cerca del 4%— lo que generó llegar a fin de ciclo en medio de desequilibrios fiscales y comerciales, como se documenta a continuación.

### **Políticas fiscales y cambiarias procíclicas en un contexto de inestabilidad del precio del cobre y de los flujos de capitales**

En contraste con lo sucedido en los noventa, el tipo de cambio estuvo en desequilibrio durante ambas etapas del ciclo de 1999-2013. En consecuencia, tanto el tipo de cambio real como la cuenta corriente se comportaron de manera procíclica, con evidentes consecuencias desestabilizadoras de la economía real y sobre la asignación de recursos. Por el contrario, en el caso de las cuentas fiscales, se produjo una fuerte diferencia entre las dos etapas. De hecho, la política fiscal evolucionó

desde un enfoque más bien neutral, conservador contractivo, en los primeros años de la implementación del BFE, hacia una posición fuertemente contracíclica en 2008-2010, pero retrocedió hacia una prociclicidad expansiva en 2011-2013.

### El balance fiscal estructural y el sesgo procíclico<sup>7</sup>

En la primera etapa del ciclo, se mantuvo una disciplina fiscal estricta y se acumularon considerables montos en los fondos soberanos provenientes de las utilidades de la empresa pública del cobre (Codelco) y los ingresos fiscales procedentes de los productores privados, mientras que se evitó poner en práctica políticas contracíclicas significativas, en una economía en situación recesiva (con BR). En la segunda etapa, la ruta experimentó dos fuertes contrastes. Primero, el gobierno adoptó una serie de fuertes políticas contracíclicas para enfrentar los *shocks* externos negativos de la crisis global de 2008-2009, aprovechando los activos financieros (fondos soberanos) y la credibilidad que había acumulado la economía chilena, incluida su posición acreedora neta (ver tabla 3). A pesar de la disminución de los ingresos tributarios, el gasto fiscal en inversiones y transferencias aumentó<sup>8</sup>, y se redujeron temporalmente algunos impuestos. En 2009 se generó un déficit efectivo del 4,4% del PBI en contraste con el gran superávit de 5,4% de 2004-2007. Este comportamiento contracíclico del gobierno, que se financió con la repatriación de fondos soberanos, fue parcialmente

---

<sup>7</sup> La experiencia con el BFE se analiza en detalle en Ffrench-Davis (2016a).

<sup>8</sup> Junto a gastos transitorios, se produjo un incremento permanente del gasto resultante de una significativa reforma en la seguridad social efectuada en 2008. Esta reforma agregó un pilar solidario —sumamente progresivo— a la reforma impuesta por la dictadura en 1981 de un régimen de capitalización privada de fondos de pensiones. La nueva reforma estuvo dirigida a corregir el hecho de que la capitalización naturalmente aumentaba la desigualdad existente. Esa desigualdad se agravó debido al fuerte desempleo y bajos salarios que prevalecieron después de la gran crisis de la deuda de 1982 (ver Ffrench-Davis, 2014, capítulo VII).

contrarrestado por los espectaculares egresos de los fondos de las administradoras privadas de fondos de previsionales o AFP, que sumaron el 9,6% del PBI.

Hacia el último trimestre de 2009, la actividad económica interna ya se reactivaba significativamente (Ffrench-Davis, 2014, tabla X.4).

Debido al terremoto del 27 de febrero de 2010, el PBI real retrocedió durante algunas semanas, pero pronto se reactivó gracias al aumento adicional del gasto fiscal en la reconstrucción posterremoto y a la creciente subida del precio internacional del cobre. En vista de que todavía se contaba con una significativa capacidad instalada subutilizada, la aceleración del gasto público, que impulsó la demanda interna, era consistente con un desplazamiento hacia el equilibrio macroeconómico, mientras subsistiera la brecha recesiva.

Adicionalmente, durante el gobierno siguiente —de marzo del 2010 a marzo del 2014—, algunas de las reducciones temporales de impuestos, como, por ejemplo, a los créditos, se hicieron permanentes sin un incremento equiparable de ingreso fiscal permanente. En consecuencia, en 2012, el gobierno utilizó ingresos provenientes de las empresas mineras equivalentes a un precio del cobre de US\$ 3,30 por libra, en comparación con US\$ 1 en 2004-2007.

A fines de 2012 y principios de 2013, la brecha recesiva había desaparecido, pero el gasto fiscal seguía siendo excesivo en comparación con los ingresos fiscales permanentes. En 2013, el gasto fiscal había aumentado 52% por encima del *peak* de actividad económica de 2007, mientras que los ingresos no procedentes del cobre habían aumentado 36% (ver tabla 1).

**Tabla 2. Indicadores de desequilibrio fiscal 2008-2015**  
**(índices reales 2007=100 y promedios anuales de variación %)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1. PBI	103,7	102,6	108,5	114,8	121	125,9
2. Gasto fiscal real	109,3	127,4	135,7	139,9	146,5	152,4
3. Ingreso fiscal real	90,5	72	92,4	103	104,4	103
4. Ingreso fiscal real no cuprero	101,5	91,8	107,7	123,6	132	136,1
5. Demanda interna	108,3	102,2	116,1	126,8	135,6	140,2

	<b>Crecimiento promedio anual (%) 2008-2013</b>	2014	2015	<b>Crecimiento promedio anual (%) 2014-2015</b>	<b>Crecimiento promedio anual (%) 2008-2015</b>
1. PBI	3,9	128,3	131,2	2,1	3,5
2. Gasto fiscal real	7,3	161,7	173,7	6,8	7,1
3. Ingreso fiscal real	0,5	104,2	109,6	3,2*	1,2
4. Ingreso fiscal real no cuprero	5,3	139,2	150,4	5,1*	5,2
5. Demanda interna	5,8	139,7	142,6	0,8	4,5

Notas:

Filas (2) a (4) son cifras nominales del gobierno central, según Dipres (2016), deflactadas por el índice promedio anual del IPC, escalado a 2007=100; la fila 4 excluye el ingreso aportado por Codelco y las diez mayores empresas mineras.

\*Incluye la recaudación inicial de la reforma tributaria de 2014.

Fuente: tomado de Ffrench-Davis (2014, cuadro X.5) y actualizado a 2015. Basado en datos de PBI y demanda interna del Banco Central de Chile, serie de referencia 2008.

En consecuencia, la política presupuestal había pasado de ser contracíclica a ser procíclica en 2012 y 2013, lo que rompió el equilibrio estructural oficial de meta cero, a pesar de que el BFE se estaba midiendo con una notoria sobreestimación del precio tendencial del cobre<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> El BFE se inició con una meta de superávit de 1% que se redujo a 0,5% en 2008 y a 0% a partir de 2009.

El efecto neto fue que el BFE registró un déficit de 0,5% del PBI a pesar de que se estimaba con un rápido ascenso de la tendencia del precio del cobre —de US\$ 1,00 en 2004-2007 a US\$ 3,06 en 2013— (ver tabla 2).

El hecho es que subsistían dos sesgos persistentes en la medición del BFE que dieron lugar a un significativo desequilibrio hacia 2013. El enfoque de BFE requería estimar dos variables estructurales cada año: (i) la tasa de crecimiento del PBI tendencial y (ii) el precio tendencial del cobre. El estimado de ambos parámetros se realiza utilizando los insumos provenientes de dos comités de expertos independientes cada año.

### **Tasa de crecimiento del PBI tendencial**

La regla estructural implicó mantener un nivel de gasto consistente con la tendencia de mediano plazo estimada para el PBI. La definición del concepto es esencial para estimar los ingresos fiscales estructurales; puede definirse como PBI potencial (PBI\*) o como PBI tendencial (PBI<sub>t</sub>). El PBI\* corresponde al máximo nivel sostenible de producción de la economía dados los factores de producción disponibles en el año de la estimación<sup>10</sup>. Por el contrario, el PBI<sub>t</sub> se define como el nivel de producción consistente con el uso «normal» —en términos estadísticos— de los insumos productivos, es decir, el valor tendencial es un «promedio» de los PBI efectivos, lo que asume que las desviaciones del PBI efectivo respecto de la tendencia son simétricas —las brechas positivas y negativas son equivalentes—. No obstante, en las economías volátiles, generalmente existe una brecha significativa del promedio de producción entre PBI\* y el PBI efectivo (la BR). De hecho, el PBI efectivo puede encontrarse significativamente por debajo del PBI\* mientras que, solo excepcionalmente, estará por encima del mismo; ello constituye una asimetría notablemente relevante para el diseño de las políticas macroeconómicas.

---

<sup>10</sup> Denominado «PBI potencial de corto plazo» por el Banco Central.

El Ministerio de Hacienda optó por el concepto de PBI<sub>t</sub>. Los argumentos fueron que (i) el PBI<sub>t</sub> es la metodología estándar utilizada por la profesión y (ii) el supuesto de simetría entre las brechas positivas y negativas «maximiza la transparencia» y disminuye el riesgo de falta de credibilidad en la política fiscal. Sin embargo, debido a que las series temporales de PBI<sub>t</sub> incluyen las fuertes recesiones que sufrió la economía chilena, es evidente que el PBI<sub>t</sub> tiende a situarse bastante por debajo del PBI\*, lo que genera información sesgada para las políticas macroeconómicas contracíclicas. Por tanto, la principal desventaja de utilizar la medida tendencial es el debilitamiento de las políticas contra cíclicas. De hecho, si la política macroeconómica trata de alcanzar el PBI<sub>t</sub> y se detiene en ese punto, ello implica mantener una brecha de producto respecto al PBI\* que desalienta la formación de capital y el empleo.

Si la economía cae por debajo de la tendencia estimada durante un periodo relativamente largo, dado que habitualmente deprime la formación de capital, la misma tasa de crecimiento tendencial tendería a disminuir, lo que implica una reducción espuria de la brecha de producción, y por tanto un debilitamiento de las políticas contracíclicas generales. De esta manera, las políticas monetarias y fiscales que siguen el PBI<sub>t</sub> y no el PBI\* tienden a dar como resultado una «profecía autocumplida» que deprime la futura frontera productiva. Esta fue, probablemente, una de las fuerzas que presionó a la baja el crecimiento del PBI\* en 1999-2007 de 7% al 4%<sup>11</sup>. Más aún, como se analiza a continuación, este sesgo fue reforzado por la subestimación del precio del cobre sostenible hasta 2007 (ver tabla 2, líneas 3 y 4). Sin duda es difícil negar que esos años de brecha recesiva deben haber debilitado los «espíritus animales» en contraste con el entorno alentador de los años noventa.

---

<sup>11</sup> Desde 1999, la economía se habría situado cerca del PBI\* solo en 2007 y 2012-2013, y con intensa inestabilidad de las importaciones y del tipo de cambio real; en tanto que permaneció cerca del PBI\* durante la mayoría del tiempo transcurrido entre 1991 y 1998, cuando se regularon contracíclicamente los flujos de capitales financieros y el tipo de cambio.

**Tabla 3. Tendencias del PBI y del precio del cobre y balance fiscal estructural 2001-2015 (promedios anuales)**

	2001- 2003	2004- 2007	2008	2009	2010- 2012	2013	2014	2015
1. PBI presente (% de cambio real anual)	3,2	5,6	3,3	-1,0	5,7	4,0	1,9	2,3
2. PBI tendencial (% de cambio real anual)*	4,2	4,6	5,0	4,9	4,7	5,0	4,8	4,3
3. Precio de cobre real (nominal US\$ /Lb)	0,74	2,31	3,16	2,34	3,68	3,32	3,11	2,49
4. Precio del cobre tendencial (nominal US\$ /Lb)	0,9	1,0	1,37	1,99	2,58	3,06	3,04	3,07
5. Balance fiscal efectivo (% del PBI corriente)	-0,7	5,4	3,9	-4,4	0,5	-0,6	-1,6	-3,3
6. Balance fiscal estructural (% del PBI corriente)	0,9	1,2	0,0°	-1,2°	-1,2	-0,5	-0,6	-1,6

Notas:

Los valores corresponden a un promedio anual simple para cada periodo. Las cifras de crecimiento real del PBI proceden de las cuentas nacionales a precios de 2003; a partir de 2006, se emplean las tasas de variación real de la nueva base encadenada con referencia 2008.

\* El PBI tendencial es calculado por el Ministerio de Hacienda a partir de cifras proporcionadas por el Comité Asesor del PBI Tendencial. Las cifras de la fila 2 corresponden a los estimados de la consulta anual para el presupuesto del año siguiente.

° Déficit fiscal estructural de acuerdo a la metodología empleada hasta el 2009.

Fuente: Ffrench-Davis (2014), actualizado con datos del Banco Central y Dipres (2016).

Dicho sesgo hacia la subestimación del gasto público se revirtió en la segunda etapa. Para estimar el ingreso fiscal estructural el gobierno calcula la tasa de variación del PBI<sub>t</sub> para el siguiente año fiscal. Utiliza una función de producción y emplea como insumos el promedio simple —excluyendo los 2 extremos— de las proyecciones que preparan los miembros del Comité Independiente del PBI Tendencial sobre los cambios porcentuales esperados en la formación bruta de capital, la fuerza laboral y la productividad total de los factores para el año en curso y el próximo quinquenio. Con dicha información y datos históricos, cada año el Ministerio de Economía reestima una serie anual de largo plazo del PBI<sub>t</sub> (ver Ffrench-Davis, 2014, gráfico A.2).

Resulta muy relevante que para estimar los ingresos fiscales estructurales de cada año se haya utilizado la tasa de variación anual del PBI $t$  —y la elasticidad-ingreso correspondiente— para el año fiscal ( $t$ ) respecto de ( $t-1$ ) proveniente de la nueva serie, sin prestar atención a cualquier «error» del estimado del año previo ( $t-1$ ), o eventos inesperados como un sismo que destruye capacidad. Esta característica implicó que entre los *peaks* de producción de 2007 y 2013 la suma de las tasas de crecimiento de PBI efectivo fueran 6,8 puntos menores que la suma acumulada de las tasas de crecimiento de PBI $t$  empleado para estimar los cambios de los ingresos fiscales estructurales de cada año fiscal (ver tabla 2, filas 1 y 2). Además, como se detalla a continuación, se pasó a sobrestimar el precio tendencial del cobre.

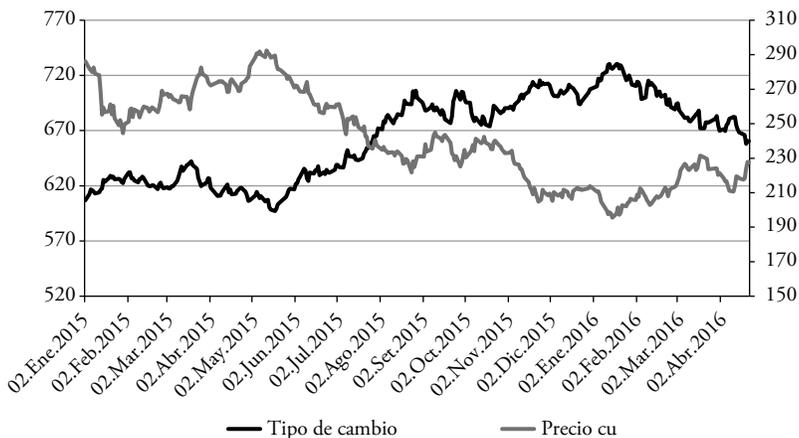
### El precio del cobre y el tipo de cambio

La volatilidad de los mercados internacionales financieros y comerciales tiende a generar grandes fluctuaciones del tipo de cambio para equilibrar la balanza de pagos, como respuesta a los *shocks* positivos y negativos producidos durante los ciclos de mediano plazo que han estado experimentando los mercados internacionales. El hecho evidente es que, desde 1999, la economía chilena ha experimentado tres ciclos cambiarios sustantivos, cada uno de los cuales incluyó periodos de apreciación a mediano plazo, seguidos de intensas depreciaciones. Por consiguiente, se ha producido un sobreajuste sistemático, desde que se adoptó la política de tipo de cambio libre en 1999, como muestra la tabla 3<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Subrayamos dos características: «un proceso» y «mediano plazo» en vez de cambios por única vez a corto plazo. La volatilidad de los regímenes cambiarios de tasa flotante libre no plantea ineficiencias significativas cuando las fluctuaciones del mercado son tránsitos aleatorios de corta duración. Dichos tránsitos pueden enfrentarse fácilmente con derivados (ver Dodd & Griffith-Jones, 2006). Pero las fluctuaciones se convierten en una preocupación más importante con las fluctuaciones cíclicas —ondas de mediano plazo— como ha sido característico de los flujos financieros que enfrentaron las economías emergentes (EE) y los precios de los productos básicos en las últimas décadas.

**Gráfico 1. Tipo de cambio observado y precio del cobre refinado, valores diarios 2015 - abril 2016 (correlación =  $-0,95$  y  $\beta = -1,37$ )**



Fuentes: tipo de cambio, pesos por US\$ 1, del Banco Central (lado izquierdo); precio del cobre, centavos de US\$ por libra, de Cochilco (lado derecho).

Las fluctuaciones cíclicas del TCR se relacionaron, en primer lugar, con la crisis asiática que tuvo como consecuencia egresos generalizados de fondos financieros, que produjeron un profundo proceso de depreciación. Luego, en 2003 se inició el largo auge internacional de los precios de los productos básicos (*commodities*) dando lugar a un fuerte proceso de apreciación que se prolongó hasta principios de 2008. Paralelamente, habían regresado gradualmente los flujos de capitales reforzando el exceso de oferta de divisas y las correspondientes presiones de apreciación. A ello siguió una significativa y abrupta depreciación debido a la caída transitoria del precio del cobre durante el *peak* de la crisis global —desde más de US\$ 4 a US\$ 1,35 por libra—, que fue reforzada con salidas de capitales.

En esta situación, la apreciación persistente de la tasa de cambio durante los auges y la depreciación en las contracciones de los flujos capital tienden a generar efectos perversos en la asignación irreversible de recursos.

Prontamente, se reinició un proceso de apreciación y hacia diciembre de 2009, el tipo de cambio real se había apreciado en 16% respecto a fines de 2008 y siguió apreciándose con alzas y bajas, hasta mediados de 2013 (ver gráfico 1), mientras que diversas estimaciones de la PTF mostraban que había disminuido notablemente<sup>13</sup>.

Esta nueva etapa de apreciación persistente fortaleció —erróneamente— las expectativas, generando la creencia de contar con un dólar barato sostenible, desalentando aún más las exportaciones no tradicionales, el valor agregado de las exportaciones y la competitividad de las PYME que enfrentaban importaciones artificialmente baratas. Todo ello resultó particularmente perjudicial para una estrategia de crecimiento liderada por la producción de bienes transables.

No obstante el efecto estabilizador de los fondos soberanos, la serie de saltos en el precio nominal del cobre —que subió de 60 centavos en el curso de 2002 a 400 centavos en el curso del 2008 y a 440 a principios del 2011<sup>14</sup>— generó una persistente burbuja cambiaria que provocó un peso fuerte espurio, fuera de equilibrio; una prueba de esto es el notorio desequilibrio entre la evolución del volumen de las importaciones y el de las exportaciones (ver tabla 4). Tres razones contribuyen a explicar la inestabilidad del TCR en conexión con el precio del cobre a pesar del mecanismo de estabilización que estaba en funcionamiento con el BFE.

---

<sup>13</sup> En los años noventa, existía espacio para una apreciación estabilizadora —efecto Balassa-Samuelson—, gracias al rápido crecimiento económico que se logró en dicho tiempo, incluyendo un fuerte aumento de la productividad de los factores (PTF) claramente superior que en la mayoría de sus socios comerciales. Pero, desde fines de 1990, dicho espacio se contrajo o revirtió debido al significativo debilitamiento de la PTF; los estimados de cambios de la PTF disminuyeron de 3% en 1993-96 a menos de 1% en 1999-2014 (CORFO/UAI, 2015).

<sup>14</sup> El precio relevante del cobre es el expresado en términos reales —deflactado por el estimado de inflación internacional relevante para Chile, IPE, publicado por el Banco Central—. En el texto se dan cifras nominales a título meramente ilustrativo.

En primer lugar, cuando se inició el auge de precios de 2003, el Comité del Precio Tendencial del Cobre proporcionó cifras, año tras año, que seguían el aumento del precio nominal real, pero muy desde abajo. En 2006, el precio efectivo era US\$ 3,05 por libra y el estimado de tendencia era US\$ 0,99. Posteriormente, ya que el precio real se mantuvo elevado, el estimado de la tendencia siguió aumentando, llegando a un elevado nivel de US\$ 2,59 en 2011 y sobre US\$ 3,00 en los años siguientes (ver tabla 2, filas 3 y 4). Evidentemente, las utilidades estaban muy por encima de los costos de producción generando una muy elevada tasa de retorno de las inversiones. En consecuencia, desde 2011, tanto el sector público como el sector privado de Chile tendieron a actuar por el lado excesivamente optimista de las expectativas sobre el precio del cobre. Mientras tanto, los productores de cobre realizaban elevadas inversiones en Chile y otros países, creando un futuro aumento de la oferta.

En segundo lugar, el mecanismo del BFE solo se refiere a los ingresos fiscales, que provienen de los impuestos que pagan las empresas mineras tanto públicas como privadas, pero en cuanto a las utilidades cubre solamente las de Codelco; es decir, un tercio de la producción de cobre. Puede sostenerse que el resto es producido principalmente por extranjeros, de manera que la mayor parte de la inestabilidad de precios tendría impacto en el exterior. Sin embargo, es un hecho que una proporción significativa de las utilidades de las empresas extranjeras regresó al mercado interno como reinversión de utilidades, lo que dio otra equívoca señal macroeconómica (ver «La situación heredada» en la siguiente sección)<sup>15</sup>.

En tercer lugar, el mercado cambiario ha sido notablemente cíclico. Un mercado con un tipo de cambio completamente libre de intervención oficial tiende a equilibrar la balanza de pagos al responder a las

---

<sup>15</sup> En 2003 la reinversión de utilidades de la IED llegó a US\$ 3,3 miles de millones, mientras que en 2012 había aumentado a US\$ 9,1 miles de millones.

señales cotidianas, sin considerar la evolución de la cuenta corriente, hasta que su desequilibrio es extremadamente evidente. El hecho es que el comportamiento procíclico del precio del cobre se transfirió directamente al tipo de cambio (ver gráfico 2, más adelante). La inestabilidad del TCR, cautivo de la volatilidad financiera, ha sido una característica predominante, distorsionando la asignación de recursos en un país que, presuntamente, persigue una estrategia de crecimiento económico impulsada por las exportaciones.

## EL NUEVO CICLO ECONÓMICO QUE SE INICIÓ EN 2013

### La situación heredada

Hacia 2013, la economía chilena enfrentaba una combinación significativa de factores positivos y negativos. Por el lado positivo, el gobierno contaba con activos líquidos, equivalente a 11% del PBI, que podía utilizar en caso que fuera necesario poner en marcha una política fiscal contracíclica. La tasa de interés que enfrentaba en los mercados financieros internacionales era muy baja —con un EMBI de 154 puntos básicos—. El Banco Central contaba con reservas internacionales netas equivalentes a 16% del PBI. El sistema bancario, a pesar del rápido aumento de créditos otorgados en los años recientes, parecía encontrarse en una situación sólida<sup>16</sup>. La inversión se había recuperado tras el *shock* de 2008-2009 y era relativamente elevada, con una tasa de formación bruta de capital fijo (FBKF) que, en pesos constantes, alcanzó 26,2% del PBI en 2013, por encima del *peak* previo registrado en 2008. Chile presentaba el mayor PBI per cápita —a paridad de poder de compra— de la región, a partir de un nivel que, a fines de la dictadura en 1989, se encontraba por debajo del promedio regional.

---

<sup>16</sup> Los créditos bancarios en mora permanecían bajos, en alrededor de 2% del *stock* (SBIF, 2016).

Todas estas características positivas subyacían la buena fama de la que gozaba en ese momento la economía chilena; sin embargo, las vulnerabilidades que existían ya en 2013 se manifestaban en las tendencias evidentes en varias de dichas características. Aquí examinamos seis variables que indican que, si no se llevaba a cabo una implementación rápida de un programa contracíclico y estructural vigoroso, después del 2013 era probable que se produjese un reajuste recesivo espontáneo.

Primero, la responsabilidad fiscal se había relajado, como ya lo mostraba el desequilibrio entre los ingresos permanentes y los gastos permanentes. Si se deseaba lograr el objetivo de contar con un presupuesto fiscal estructural equilibrado, el precio tendencial del cobre habría tenido que seguir siendo notablemente elevado y el crecimiento del gasto tendría que haber disminuido o debería haberse implementado una reforma tributaria para incrementar los ingresos. Es revelador que el sector fiscal haya perdido esta excepcional característica de ser acreedor neto por varios años y que en 2012 haya pasado a ser un deudor neto, a pesar de que aún se beneficiaba del muy elevado precio del cobre (US\$ 3,61/lb). Cabe destacar que el FEES aparecía acumulando fondos hasta en el 2013, a pesar de que el presupuesto fiscal registró un déficit efectivo de 0,6% del PBI en ese año. La aparente contradicción se resuelve al examinar lo sucedido con los pasivos de la Tesorería Nacional. La tabla 3 provee la evidencia aclaratoria. La reposición de fondos soberanos en 2010-2013 tuvo como contrapartida un notable incremento de la deuda fiscal; sus pasivos en el 2013 triplicaron el nivel de 2009, incrementándose a 11,8% del PBI<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Un atenuante importante es que el endeudamiento se efectuó principalmente en el mercado interno y con tasas de interés muy bajas.

**Tabla 4. Activos y pasivos fiscales 2007-2015**  
(US\$ millones corrientes)

	FEES (1)	FRP (2)	Otros activos (3)	Pasivos (4)	Balance neto (5)	% del PBI (6)
2007	14,03	1,466	5,411	7,094	13,816	8,0%
2008	20,21	2,507	2,806	7,335	18,188	10,1%
2009	11,29	3,421	1,654	11,096	5,264	3,1%
2010	12,72	3,837	3,893	20,358	92	0,0%
2011	13,16	4,406	10,588	25,928	2,224	0,9%
2012	15	5,883	10,419	32,423	-1,123	-0,4%
2013	15,42	7,335	7,364	33,515	-3,397	-1,2%
2014	14,69	7,944	8,527	36,587	-5,427	-2,1%
2015	13,97	8,112	5,5	38,963	-11,385	-4,7%

Notas:

Los activos y pasivos consolidados de la Tesorería Nacional al final de cada periodo.

(1) Fondo de estabilización social y económica (FEES).

(2) Fondo de reserva de pensiones (FRP).

(3) No incluye participación de la Tesorería en el capital de las empresas privadas que el Banco Central incluye como activos fiscales.

(5) Muestra el balance neto de activos y pasivos  $(5)=(1+2+3-4)$ .

(6) Es la columna (5) como porcentaje de PBI del año respectivo; el PBI en US\$ corresponde a la serie a precios corrientes, referencia 2008, dividida por la tasa de cambio nominal promedio para cada año. Aproximadamente 4/5 de los pasivos son con el mercado interno.

Fuente: elaboración propia con datos de Dipres y el Banco Central. Agradecemos la colaboración de Nicole Favreau.

Segundo, el mecanismo de estabilización fiscal—el BFE—, evidentemente un activo valioso, no logró una estabilización suficiente, considerando tanto el PBI tendencial como el precio tendencial del cobre<sup>18</sup>. A principios de 2016, el precio nominal del cobre disminuyó temporalmente

<sup>18</sup> La inflación según el índice de precios externos (IPE) del Banco Central fue de 33% entre los promedios de 2006 y 2013 (el IPC de los EE.UU. subió 16% en el mismo periodo). En el intertanto, los costos de producción se incrementaron fuertemente, particularmente por el deterioro de la calidad de los minerales extraídos y la incidencia por la apreciación cambiaria —y el «descuido» con los costos de producción cuando los precios son «excesivamente» altos—. Con todo, los ingresos fiscales provenientes de la minería se elevaron de 1,0% del PBI —5,0% de los ingresos del gobierno central, Ygc— en 2003, a 8,2% del PBI —31,9% del Ygc— en 2007 y decrecieron a 1,9% del PBI —9,1% del Ygc— en 2014 (Rodríguez y otros, 2015).

por debajo de US\$ 2/lb, lo que hizo que el gobierno convoque a una reunión extraordinaria del Comité del Precio Tendencial del Cobre que redujo su estimado previo de US\$ 2,98/lb para 2016 a US\$ 2,57, mientras que durante el primer semestre de 2016 el precio efectivo osciló alrededor de US\$ 2,15.

Tercero, durante la mayor parte del auge de precios, de una década de duración, el tipo de cambio real estuvo sobreapreciado como lo refleja el creciente desequilibrio comercial. En la década que concluyó en 2013, el volumen de las importaciones —medidas por el Banco Central— aumentó 117% mientras que el de las exportaciones aumentó apenas 25%, además de haberse estancado la diversificación. La cuenta corriente experimentó un déficit de 3,8% del PBI en 2013, aunque el precio del cobre alcanzó un elevado promedio de US\$ 3,32/lb. Los rubros no tradicionales, que habían liderado el crecimiento de las exportaciones en las décadas exteriores, habían estado perdiendo velocidad (ver Ffrench-Davis, 2016b, gráfico 4). Más aún, hacia 2013, se exportaban menos productos y había menos empresas exportadoras que en 2008 (ver Prochile, 2016). Este hecho fue particularmente inesperado en vista de los numerosos acuerdos de libre comercio suscritos por Chile (Direcon, 2016). Todos estos antecedentes eran síntomas de una enfermedad holandesa de las exportaciones y mientras más tiempo durase, mayor sería el daño estructural que causaría. Hacia 2013, se evidenciaba la necesidad de una significativa y sostenida devaluación.

Cuarto, en 2013 Chile dejó de ser el líder del crecimiento de América Latina y cayó por debajo de la mitad de los países de la región (Cepal, 2015). Hacia 2013, después de su significativa recuperación del contagio de la crisis global, la economía chilena operaba al máximo de su capacidad y, por consiguiente, era inevitable que el crecimiento del PBI efectivo convergiese hacia el PBI tendencial —más cercano a la tasa efectiva de 3,9% en 1999-2013, en lugar de la tasa efectiva de 5,3% durante la recuperación de 2010-2013—. En vista de los ingredientes del crecimiento que operaban en 2013 esa tasa no era sostenible.

En 2013, cuando la economía llegó a su frontera de producción, el crecimiento efectivamente disminuyó a 4,0% anual y a 3,0% en el último trimestre. La tasa de 3,9% que se observó durante una década y media debió haber servido como advertencia de que había algún factor ausente requerido para recuperar un crecimiento sostenido.

Quinto, la tasa de FBKF parecía ser más bien elevada en 2013, promediando el mencionado 26,2%. Sin embargo, (i) se trata de una cifra bruta y debido a que la depreciación aumentó cerca de 4 puntos porcentuales del PBI desde los años noventa la inversión neta había disminuido de manera moderada; (ii) dicha tasa incluyó un significativo ciclo de inversiones en la minería que se inició en 2006 y se acercó a su fin en 2015, su proporción en la formación bruta de capital bruto aumentó desde 17% en 2007 a 34% en 2013, la mayor parte de la formación de capital en la minería se dirigió a compensar la aguda disminución de la calidad de los yacimientos mineros —lo que se reflejaba en una disminución de la medición tradicional de la PTF—; (iii) la tasa de 26,2% se mide en precios constantes —encadenados a la base 2008—, en precios corrientes de 2013 la tasa cae a 23,8%, cifra que refleja el esfuerzo de financiamiento realizado por los inversionistas, en cambio, la cifra anterior mide la capacidad adquisitiva en términos reales, medida por el Banco Central. Las tasas son tan diferentes debido a que las cuentas nacionales estiman que los precios de los bienes de capital disminuyeron cerca de 10% entre 2008 y 2013. Y (iv) En el segundo semestre de 2013 la inversión bruta disminuyó 9% en términos reales, con lo que realizó un aporte negativo adicional acentuando la desaceleración de la actividad económica que se inició dicho año.

El ciclo de inversiones en minería no presenta un comportamiento excepcional sino más bien común durante los ciclos prolongados de precios. La evolución de la FBKF tiende a estar asociada a los ciclos largos de precios. Por ejemplo, cuando el precio empieza a aumentar y genera expectativas de persistencia, las elevadas utilidades tienden a ser reinvertidas crecientemente para financiar inversiones considerables

que se caracterizan por su maduración a largo plazo, por ejemplo, de seis u ocho años. Mientras más dure el aumento del precio, más intensa será la generación de capacidad productiva adicional a lo que naturalmente sigue una significativa caída de los precios, utilidades y reinversiones a futuro. Mientras más optimista sea el estimado de la tendencia de precios, mayor será el sobreajuste a la baja de los precios, así como la tendencia a la caída de las utilidades y de la formación de capital.

Sexto, la deuda externa privada se incrementó 109% entre 2007 y 2013 en comparación con el aumento de 26% del PBI. Aproximadamente el 90% de la deuda total correspondía al sector privado<sup>19</sup>. Es cierto que resultaba reconfortante, en vista de la incertidumbre de los mercados internacionales, que la mayor parte de las obligaciones presentasen tasas de interés fijas (2/3) y fuesen a mediano plazo, y que la deuda total externa de Chile estuviese en un nivel relativamente bajo de 49% del PBI anual. Sin embargo, ese PBI anual estaba calculado con un tipo de cambio muy apreciado —con un promedio de \$495 por dólar en 2013, con un alza a alrededor de \$700 por dólar a principios de 2016, lo que causó una reducción sustancial del valor del PBI expresado en dólares—. Por el lado positivo, como se mencionó antes, los mercados financieros internacionales tenían una opinión muy positiva de la posición financiera de Chile, con lo que le asignaron el mencionado spread (EMBI) de 154 puntos básicos en 2013, en comparación con el promedio regional de 379 puntos.

### **El desempeño global desde 2013**

Al conjunto de vulnerabilidades existentes en 2013 se agregó el programa progresista de reformas estructurales que puso en marcha el nuevo gobierno que asumió en marzo de 2014 y la continuación de la incertidumbre en los mercados internacionales. Es importante mencionar que

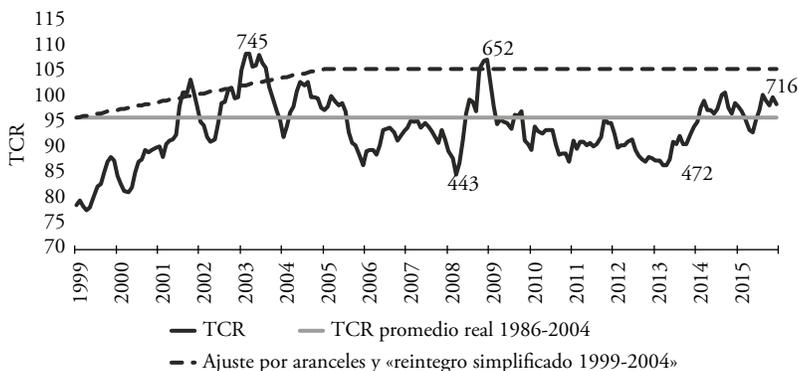
---

<sup>19</sup> De un total vigente de la deuda externa de US\$ 134,6 mil millones en 2013, 26% correspondía a pasivos de los inversionistas extranjeros directos.

ya antes de asumir, el crecimiento del PBI cruzó la barrera del 3%, luego fluctuando alrededor de una tasa de 2% hasta el primer semestre de 2016.

La fuerte desaceleración de la economía nacional no fue una excepción en América Latina. Los gráficos 2 y 3 muestran como Chile, aun cuando se desaceleraba, se mantenía sobre el promedio de la región, pero esto es explicado principalmente por el intenso deterioro de la economía de Brasil. Cuando se excluye este país, el 2,1% de crecimiento de Chile en 2014-2015 queda situado más cerca de la media de Hispanoamérica (14%), luego de superar por casi 4 puntos a la región en los 90s (7,1% vs 3,2%), y también por aquellas siete décimas en 1999-2013. El cambio de enfoque macroeconómico, abandonando la estrategia contracíclica de 1990-1998, había contribuido a llevar a Chile a converger con el desempeño promedio de la región.

**Gráfico 2. Tipo de cambio real 1999-2015**  
(índice de TCR 1986=100)



Nota:

La brecha entre la recta y la línea punteada muestra el ajuste compensador del TCR requerido para mantener la competitividad de la producción de transables, considerando la reducción de aranceles desde un promedio de 11% en 1999 a 1% desde 2004, y la eliminación del 10% de reintegro simplificado de las exportaciones no tradicionales. Los números insertos sobre la curva de TCR, a título informativo, corresponden a promedios mensuales extremos del precio nominal del dólar en las fechas respectivas.

Fuente: Ffrench-Davis (2014, gráfico A.3), basado en estimación del Banco Central del TCR del peso respecto a una amplia canasta de monedas.

El deterioro de las exportaciones y la inversión productiva son dos variables que tuvieron un rol central en la desaceleración de la tasa de crecimiento de la actividad económica. El debilitamiento de las exportaciones se profundizó fuertemente, pues ahora evolucionaban por debajo del deprimido comportamiento del comercio internacional. La FBKF continuó reduciéndose, sobre todo en maquinaria y equipos. El inicio del efecto desacelerador del ciclo minero empezó a sentirse con fuerza en las regiones mineras en empleos, construcción y ventas del comercio.

Como se puede apreciar en el gráfico 2 (arriba), la desaceleración estuvo compartida por exportaciones y el resto del PBI en 2014: la producción para el mercado interno se redujo desde un aporte de 3,1% en 2013 a 1,6% en 2014. En cambio, en 2015 el 2,3% de aumento total del PBI residió en la economía interna —contribuyó un 2,8%—, en tanto que la caída del volumen de las exportaciones hacía un aporte negativo. La economía interna es mucho más intensa en las PYME y con mayor utilización del trabajo por unidad de capital físico que en el caso de las exportaciones. Dos ítems fueron determinantes de la mejor respuesta de la economía interna: el gasto fiscal y el sector de la construcción. El primero, por la decisión de aplicar un ajuste fiscal reactivador, contracíclico, aunque muy moderado en 2015. El segundo, por razones tributarias y por la disponibilidad de créditos hipotecarios a 20-30 años plazo a tasas de interés aun notablemente reducidas.

La composición de la desaceleración contribuyó a explicar la incógnita que planteaba la persistencia de tasas de desocupación relativamente bajas hasta inicios de 2016, con aumentos todavía significativos de la ocupación y de la fuerza de trabajo. Mientras tanto, los salarios reales habían seguido creciendo, aunque con una tasa declinante y se registraba un aumento de la informalidad, acentuada en el 2016.

## El deterioro del entorno político y social

En general, lo cual no es una excepción en el mundo de hoy, las expectativas ciudadanas se tornaron notoriamente negativas. Surgió una mayoría crítica no solamente con la presidenta y su gobierno, sino también con los partidos políticos, los empresarios, las iglesias, y el Poder Judicial. Entre los factores que contribuyeron a este escenario se incluye la falta de transparencia, corrupción, fraudes, indolencia, incoherencia, agendas propias contra el bien común, permisividad y falta de ética en diferentes sectores. Esto resultó en un clima de desconfianza generalizada con una tendencia a creer cualquier acusación. Todos forman parte de un muy gradual deterioro de la vida en sociedad desde fines de los años noventa, pero con efectos acumulativos. Sin embargo, la reelección de Bachelet con una gran mayoría —62% pero del número decreciente de votantes que ejercieron su derecho— y su amplio apoyo en las encuestas al inicio de su gobierno —encuestas que también incluyen a los que no votaron—, parecían señalar que se iniciaba un nuevo ciclo de avances progresistas y con una sociedad reunificada. Sin embargo, a los pocos meses su popularidad estaba bajo un tercio y con cerca de dos tercios críticos. A pesar de sus importantes efectos sobre la economía, estos temas exceden plenamente el alcance de este artículo, por eso volvemos a la economía.

Muchos analistas, como los medios de comunicación más influyentes —predominantemente con un sesgo neoliberal— y los mayores líderes empresariales culparon de la fuerza de la desaceleración y el ambiente de pesimismo en las expectativas económicas a las reformas estructurales efectuadas o en marcha: la tributaria, laboral y educacional. Aquí nos referiremos exclusivamente a la tributaria.

## **La reforma tributaria de 2014 y sus modificaciones**

En 1990, inmediatamente después del retorno a la democracia, Chile implementó una importante reforma tributaria. El principal cambio contempló la reimplantación del impuesto sobre las utilidades de las empresas —abolido por la dictadura en 1988—, elevando la tasa anterior de 10% a un 15%. Junto con ello hubo un alza de 2 puntos porcentuales —de 16 a 18%— del impuesto al valor agregado (IVA)<sup>20</sup>. El proyecto de impuesto a las utilidades mantuvo el «sistema integrado» adoptado en la reforma de 1984 de la dictadura. Este sistema reintegra el tributo pagado por la empresa al servicio de impuestos internos (SII) en forma de un crédito al contribuyente del impuesto personal cuando declara la recepción de utilidades distribuidas por las empresas —el impuesto global complementario anual, IGC—. Allí se gravan todas las rentas efectivamente recibidas y declaradas. Adicionalmente, persistió la existencia de sociedades de inversión, en las que se puede contabilizar esas utilidades distribuidas como una «reversión en una sociedad personal», con lo que se evita declararlas en el IGC hasta que se las retira. En el registro de utilidades no distribuidas por empresas y sociedades de inversión —llamado FUT—, casi la mitad corresponde a estas, que son más bien «empresas de papel» que permiten postergar o eludir impuestos. El 78% de sus socios se encuentra en el decil de contribuyentes de más altos ingresos (Agostini, 2008). La evidencia disponible antes de la reforma

---

<sup>20</sup> Se argumenta que el alza del IVA tendría un efecto regresivo, pues las familias de menores ingresos consumen un porcentaje más alto de su ingreso. Esto último es efectivo; sin embargo, también debe considerarse que el quintil más rico paga cerca de diez veces más IVA que el quintil pobre y los mayores recursos serían transferidos principalmente a estas familias a través del aumento del gasto social. El efecto neto resultó evidentemente progresivo. Con el transcurso del tiempo, la tasa del IVA se elevó a 19% y el de las empresas a 17% primero, y luego a 20%, para compensar rebajas de otros gravámenes. La carga se mantuvo alrededor del 18% del PBI, tasa a la que se elevó la carga tributaria con la reforma de 1990.

del 2014 mostraba que, a diferencia de las economías desarrolladas, el sistema chileno no poseía fuerza distributiva, en parte por la debilidad del impuesto a la renta.

La reforma impulsada por el nuevo gobierno buscó elevar la recaudación en 3% del PBI y hacerlo de manera fuertemente distributiva; un tercio de la recaudación sería para cubrir el deterioro fiscal heredado del gobierno anterior. El proyecto comprendió una serie de impuestos de diversa naturaleza, el principal de los cuales fue a las utilidades de las empresas: la tasa de 20% se elevaba a 25%, lo que mantuvo el sistema integrado y permitió al contribuyente personal recibir el crédito tributario del 25%, pero, en el IGC, ahora debía pagar impuesto por la totalidad de su participación en las utilidades de la empresa o «utilidades devengadas» — o «atribuidas», en el lenguaje de la reforma—<sup>21</sup>.

El tema de las utilidades devengadas fue el foco de la intensa oposición de las grandes organizaciones empresariales y de la derecha contra el proyecto. Un punto enfatizado, sin fundamento, en los medios de comunicación era que la reforma la sufrirían las PYME, la clase media y los sectores de menores ingresos<sup>22</sup>. Lo efectivo es que la reforma planteada era nítidamente progresiva, pues gravaba con mayor intensidad la renta del capital, que es más concentrada que los ingresos del trabajo. Sin embargo, es evidente que gravaba con 5 puntos adicionales las utilidades reinvertidas, restando caja a la empresa, y en el IGC se les reintegraba (acreditaba) a las personas, pero tributaban sobre lo devengado.

---

<sup>21</sup> Con este cambio desaparecía el incentivo tributario a la reinversión en la misma empresa o grupo económico, pero también en las sociedades de inversión y en el exterior por los grupos económicos —creciente destino de las utilidades no distribuidas—.

<sup>22</sup> Tal reforma no tiene efectos para los dueños de las PYME cuyos ingresos los ubican en tramos con tasas de impuesto marginal del IGC menores a 25%, precisamente porque el crédito tributario de 25% que reciben por el impuesto pagado por sus utilidades empresariales implica que se les devuelve la diferencia entre el 25% y la tasa que tienen que pagar en el IGC. Esto ocurría para el 98,7% de los contribuyentes del IGC en 2014 (Agostini, 2014).

En otras palabras, el efecto neto sería negativo para la reinversión, mientras el generoso reembolso a los receptores de la distribución de utilidades quedaba sin modificación.

Luego de difíciles negociaciones y una campaña feroz contra la reforma, se aprobó un proyecto modificado. Este mantuvo un espacio opcional de tributar sobre las utilidades devengadas —atractivo para empresas intensas en distribución de utilidades—, pero estableció como sistema principal —llamado «sistema semintegrado»— una mayor tasa de 27% en las utilidades de las empresas y el IGC solo sobre ingresos efectivos y redujo el crédito tributario a 65% de lo tributado por la empresa. Esta semidesintegración me pareció un cambio positivo, progresivo y proinversión. Con ello, parte de la carga del proyecto original se redistribuyó desde un gravamen a las utilidades reinvertidas a uno sobre las distribuidas; ello es positivo para la formación de capital tan requerida para el desarrollo sostenido. Se mantuvo la gradualidad de los aumentos de tasas las que alcanzarían plenitud en el 2018.

La reforma tributaria y su conflictiva discusión tuvieron efectos profundos y contradictorios en las expectativas. La reforma recauda más y de manera más progresiva, a pesar de algunas fallas como la definición de PYME. Estas quedan afectas a un trato tributario preferencial, pero en la modificación del proyecto se aumentó significativamente el tope de ventas para que una empresa sea considerada PYME, incluyéndose un segmento de medianas empresas de propietarios que se ubican en el decil más rico (Agostini, 2014).

Destaca, en mi opinión, la visión negativa de gran parte de la opinión pública en el curso del debate. No es sorprendente en cuanto a los sectores de más altos ingresos dado que contribuirán con la mayor parte de la nueva recaudación. Sin embargo, encontramos también una opinión negativa en segmentos de la población para los cuales la reforma tendrá beneficios porque pagan pocos impuestos y los ingresos adicionales serán principalmente asignados a ellos. Esto representa una notable derrota comunicacional del gobierno.

## **DOS TÓPICOS ECONÓMICOS: EXPORTACIONES Y FORMACIÓN DE CAPITAL**<sup>23</sup>

En esta sección retomamos dos temas que catalogamos como cruciales en el deterioro económico: (i) la inserción comercial, la política cambiaria y el precio del cobre; y (ii) la formación de capital y las tendencias preocupantes en su composición. Estos han convergido a contribuir a la desaceleración y al deterioro de las expectativas.

### **Las exportaciones y el tipo de cambio**

Entre 1974 y 1989 las exportaciones crecieron 11% anual, cerca del doble que el comercio internacional que se expandía a tasas de 6%. El dinamismo exportador continuó en 1990-1998, promediando un crecimiento de 9,9% anual, diversificándose gracias a una expansión de 14% de los rubros no tradicionales (Ffrench-Davis, 2014, tabla VI.4). El buen desempeño aparece asociado a la calidad del manejo cambiario, al equilibrio de la macroeconomía real que operó continuamente cerca de la frontera productiva y a la continuidad del subsidio a los pequeños exportadores (Agosin, Larraín & Grau, 2009).

En 1999, como se expuso, se liberó el tipo de cambio y con esto un periodo de fuerte volatilidad de su tasa. El dinamismo de las exportaciones se redujo en los años siguientes hasta la llegada de la crisis global. La diversificación continuó, pero mucho más lenta (ver Ffrench-Davis, 2016b, tabla 4).

El siguiente periodo está marcado por la crisis global y la gran contracción del comercio internacional de 12,2% en 2009. En el sexenio 2008-2013 las exportaciones de Chile se incrementaron apenas 0,9% anual y se estancaron en el bienio reciente (Informe de Política Monetaria - IPoM, 2016). Sin duda, la lentificación del comercio internacional a un promedio del orden de 2,5% anual desde 2009 es una

---

<sup>23</sup> Esta sección está basada en Ffrench-Davis (2016b, secciones 3a y 3b).

explicación del deterioro exportador, pero el conjunto de exportaciones de Chile al exterior ha estado creciendo aún más lento. A su vez, el número de empresas exportadoras y de productos exportados también disminuyó respecto al 2008, sin recuperarse hasta el presente (Prochile, 2016).

Desde la perspectiva de destinos geográficos, un rasgo sobresaliente es que, a diferencia de otros actores del comercio internacional, Chile aprovecha poco su posición geográfica. Es un hecho que todavía la geografía tiene un gran peso en el destino del comercio internacional. En contraste, Chile intercambia solo un sexto con la región, a pesar de que cerca de la mitad de sus limitadas exportaciones con mayor valor agregado se destinan a estos mercados. Los mercados de la región son cruciales para la diversificación de las exportaciones hacia el valor agregado y están poco aprovechados. Un acuerdo de convergencia de los numerosos procesos de integración regional podría contribuir a la reactivación de las economías de América Latina.

Una variable decisiva en la pérdida de dinamismo del volumen y la calidad de las exportaciones es el retroceso en la política cambiaria. En la primera parte se expuso la liberalización del tipo de cambio, del ingreso de capitales financieros foráneos y de las salidas de capitales de residentes. Con ello la economía nacional entró de lleno a la globalización de la volatilidad financiera; de ella se había librado al inicio del retorno a la democracia, gracias a la regulación contracíclica de la cuenta de capitales y del tipo de cambio.

Como lo ilustró el gráfico 1, el tipo de cambio exhibió una evolución intensamente cíclica, que responde al desempeño de los flujos de capitales y del precio del cobre, ambos marcadamente volátiles en ciclos de mediano plazo. La cotización del dólar pasó por precios de \$450, 760, 435, 680, 470, 720 en tres ciclos prolongados; esto en una economía de mercado en la que los precios relativos son cruciales por su influencia sobre las expectativas y las decisiones de inversión.

Este tipo de volatilidad de mediano plazo es la que provoca más daños regresivos y recesivos. El tipo de cambio es el vínculo entre la economía interna y la internacional, entregando señales a los inversionistas productivos, tanto a los de exportaciones como a los que compiten con las importaciones.

En efecto, habitualmente se enfatiza el impacto sobre el volumen de las exportaciones, pero hay otros dos efectos muy relevantes. Uno es el valor agregado de las exportaciones. Se trata del componente local de las exportaciones: solo ese componente del valor bruto de las exportaciones es el que forma parte del PBI. Naturalmente, tanto la apreciación de la tasa de cambio como la inestabilidad desalientan la suma de valor interno de las exportaciones.

El otro es que el aumento registrado de las importaciones no es irrelevante para el crecimiento sostenido y la igualdad debido al impacto en la calidad del empleo y en los balances de las PYME, las que tienen que competir con las importaciones en un entorno donde básicamente no existen aranceles y con un tipo de cambio real apreciado. En particular, las PYME sufrieron golpes de competencia externa en los periodos de apreciación no compensados por los de alza del TCR. En parte porque en situaciones de cotización alta del dólar con frecuencia ha prevalecido una demanda interna deprimida. A esto se suma una tendencia del sistema crediticio más restrictiva con las PYME, elevando las tasas de interés más a ellas que a los deudores grandes; una falla económica y social, depresiva del desarrollo y regresiva.

El Banco Central, responsable de la liberalización del precio del dólar, renunció a tener una política activa. Reiteradamente expresó que el tipo de cambio observado era consistente con «los fundamentos de la economía», a precios del dólar, por ejemplo, tan diversos como \$450 y \$700. Incluso, si se controla por el precio del cobre y de otras exportaciones, como lo hacen las cuentas nacionales calculadas por el mismo Banco Central, mostraban que las importaciones crecían mucho más rápido que las exportaciones. La tabla 4 muestra cómo

el volumen de las exportaciones se expandió apenas 6% entre 2007 —el anterior *peak* de actividad más cercano al PBI\*— y 2013 —el más reciente *peak*—, en tanto que las importaciones lo hicieron en 45%. Como se expuso, la cuenta corriente exhibió un déficit de 3,8% del PBI en 2013 a pesar de la presencia de un precio del cobre notablemente elevado (US\$ 3,32/lb). Es evidente que el tipo de cambio mayor correspondería más a «los fundamentos» antes que una cotización tan deprimida como \$450.

**Tabla 5. Desequilibrio comercial acumulado 2008-2015**  
(índices 2007=100 y % de PBI a precios corrientes, cambios  
% anuales promedio)

	2007	2008	2009	2013	Crecimiento anual promedio (%) 2008- 2013	2014	2015	Crecimiento anual promedio (%) 2008- 2015
1. PBI	100	103,7	102,6	125,9	3,9	128,3	131,2	3,5
2. Quántum de exportaciones	100	99,3	94,8	105,8	0,9	106,9	104,9	0,6
3. Quántum de importaciones	100	111,2	93,2	145,2	6,4	136,9	133,0	3,6
4. Demanda interna	100	108,3	102,2	140,2	5,8	139,7	142,6	4,5
5. Balance de la cuenta corriente como % del PBI	4,2%	-3,6%	2,1%	-3,8%	-1,4%*	-1,3%	-2,1%	-1,5%*

Nota:

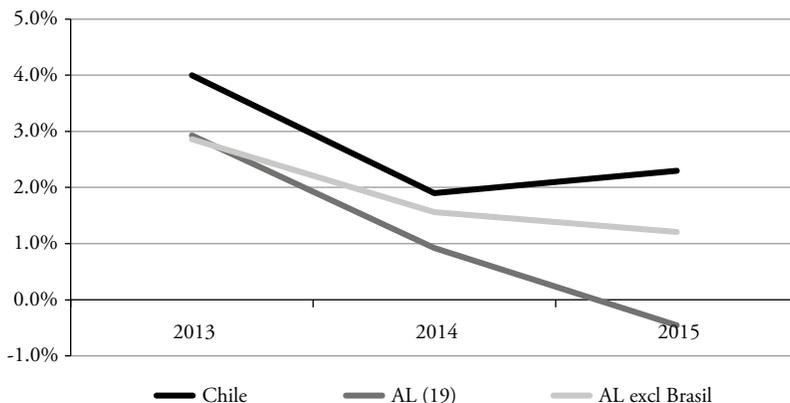
\* Corresponde a la participación promedio del balance en cuentas corrientes del PBI en 2008-2013 y 2008-2015, respectivamente.

Fuente: tomado de Ffrench-Davis (2014, tabla X.5), actualizado a 2015 con cifras del Banco Central.

En los 2000 Chile avanzaba en la firma de convenios de libre comercio con numerosos países, en acuerdos binacionales como con los EE.UU. o con agrupaciones de países como la Unión Europea; estos acuerdos contemplaban significativas reducciones de las restricciones que enfrentaban las exportaciones de Chile hacia esos socios comerciales. Desde la crisis global, la globalización comercial del mundo se lentificó, pero Chile continuó implementando sus acuerdos vigentes y firmando nuevos acuerdos comerciales —abarcando a 64 países que cubrían el 85% del PBI mundial en 2015 y recibían el 94% de las exportaciones de Chile (Direcon, 2016)—. No obstante, en Chile el retroceso exportador fue relativamente mayor que el intercambio mundial. Cabe reiterar que la política cambiaria surge como una explicación fundamental, castigando a las exportaciones, su valor agregado y diversificación, y premiando a las importaciones a expensas del desarrollo de las PYME que compiten con las importaciones.

El auge del precio del cobre jugó un papel determinante en la apreciación cambiaria desde el 2004; el auge duró un decenio, detenido brevemente en 2008-2009. El aumento de los ingresos por las exportaciones del cobre fue acompañado por un retorno de los flujos financieros procíclicos que habían tendido a retirarse en los años recesivos 1999-2003, cuando el precio del cobre estuvo bajo. Pero ha sido el precio del cobre el más influyente en los cambios de tendencia y en sus fluctuaciones al interior de este ciclo. El gráfico 4 muestra la evolución diaria del precio del cobre y del precio del dólar durante 16 meses entre el 2015 y 2016. Esa casi total correlación negativa, en esta etapa del ciclo, genera un impacto sobre las expectativas de los productores de transables, en particular las PYME. La creciente convicción de los emprendedores de que apenas se empieza a recuperar el precio del cobre inicia la escalada apreciadora, y el hecho de que ha sucedido reiteradamente desde fines de los 90s, desalienta la formación de capital y el esfuerzo en innovación. Ello contribuiría a explicar —junto con los *lag* en los procesos de inversión y la incertidumbre vigente— por qué luego de varios años de tipo de cambio depreciado desde 2014 la oferta exportadora responde en escasos rubros.

Gráfico 3. Tasas de crecimiento del PBI en Chile y América Latina 2013-2015 (tasas de variación anual)



Fuente: para Chile, datos del Banco Central, serie encadenada, referencia 2008. Para América Latina, Anuario Estadístico de Cepal, en precios constantes de 2010.

### La formación de capital nacional y extranjero

La inversión extranjera en Chile alcanzó montos reducidos durante la dictadura. Ya en democracia tomó fuerza en inversiones nuevas y en adquisiciones. Con las primeras contribuyó al fuerte crecimiento de la inversión productiva (FBKF) registrado entre 1990 y 1998. Entonces, la tasa de inversión interna se elevó en 8 puntos del PBI con relación al promedio exhibido durante la dictadura. A pesar de su expansión, la IED nueva —esto es, descontadas las adquisiciones de empresas existentes—, solo representó el 15% de la formación bruta de capital en 1991-1995; el 85% fue cubierto por inversionistas nacionales privados o públicos. Posteriormente, la IED se expandió rápidamente, en particular en los años que siguieron al contagio de la crisis asiática (ver Ffrench-Davis, 2016b, tabla 7). Hasta mediados de la década, la gran mayoría de la IED había correspondido a inversiones nuevas —79% de la IED correspondió a *greenfield* en 1991-1995—, creadora de mayor capacidad productiva, y generadora de importaciones de bienes de capital.

En los años siguientes, tal como en otras economías de la región, la IED exhibió gran dinamismo. En 2004-2015 los flujos de IED promediaron cerca de 30% de la FBKF. La IED nueva fue contribuyendo en una proporción creciente a la formación de capital; en consecuencia, fueron perdiendo participación los inversionistas nacionales. Solo el equivalente a 15,7% del PBI de 2004-2015 correspondió a formación de capital efectuada por el sector público y los privados nacionales, en contraste con 20,5% en 1991-1995. A su vez, parte del *stock* de capital existente fue adquirido por inversionistas extranjeros, las adquisiciones comprendieron el equivalente a 1,6% del PBI. La contrapartida de adquisiciones en Chile fue la de empresas chilenas que compraron firmas en el exterior o desarrollaron nuevas inversiones productivas, en especial en América Latina. La posibilidad de estrategias nacionales cede lugar a las estrategias de los grupos empresariales internacionalizados, con un desbalance de las voces que influyen en la trayectoria de las economías nacionales. El desbalance es un obstáculo para el crecimiento incluyente.

## CONCLUSIONES

Las actuales falencias de la economía chilena vienen desarrollándose desde finales de los noventa, aunque sin duda han sido profundizadas por la evolución de la economía internacional, por el deterioro de la confianza entre los ciudadanos y las incertidumbres que ambos hechos involucran. Desde la perspectiva económica, en varias oportunidades he escrito sobre propuestas de acción (por ejemplo, en Ffrench-Davis, 2014, capítulo XI; y 2016b, sección 4). Aquí retomamos algunos aspectos macroeconómicos y de desarrollo productivo.

La producción para el exterior está muy distante de representar la mayoría del PBI. En la generación de este, el valor agregado en Chile de las exportaciones representa cerca de 30%. A pesar de su crecimiento en decenios recientes, ese 30% implica que, para elevar los ingresos,

empleo, salarios y utilidades del conjunto de la nación, al lado de exportaciones dinámicas es imprescindible contar con dinamismo de la producción para los mercados internos. Eso se logró en 1990-1998 cuando la economía se expandió 7,1% anual, y 5,1 puntos de ello los aportó el PBI no exportado (gráfico 1). Este aporte se redujo a 2,5 puntos en 1999-2013, permaneciendo aún como el aporte mayoritario al aumento del PBI de esos años. Con su debilitamiento (de 5,1 a 2,5 puntos), representó 4/5 de la menor expansión del PBI (de 7,1% a 3,9%).

Ante el escenario externo e interno vigente, parece evidente que Chile necesita iniciar un nuevo ciclo de desarrollo. En particular, se precisa introducir reformas en la forma interna de enfrentar la globalización de la volatilidad financiera, la que ha provocado desequilibrios macroeconómicos muy costosos para la economía nacional y la inclusión social. Por otra parte, cada día se resiente con mayor intensidad la ausencia de políticas de desarrollo productivo.

Lo he reiterado muchas veces. La brecha de desarrollo económico respecto a las economías más avanzadas —que más que duplican el ingreso por habitante de Chile— no se ubica en las grandes empresas, las más modernas y los grandes exportadores. La mayor brecha de productividad se ubica (i) en los cientos de miles de PYME, (ii) en los trabajadores formales pero de menor calificación y (iii) en los informales, proporcionalmente más numerosos en Chile que en los países desarrollados. Allí están las brechas de productividad entre el 40% promedio de Chile en PPP —y 27% a precios de mercado— y el 100% de los EE.UU. y otras economías avanzadas. Por consiguiente, para crecer y combatir la desigualdad, es imprescindible elevar la productividad y la empleabilidad en estos tres sectores, al reducir la distancia que los separa de los sectores de altos ingresos, y elevar así la productividad e ingresos promedios. Es el desafío en las estructuras productivas, para crecer incluyendo.

Para un desarrollo inclusivo resulta imprescindible recuperar los equilibrios de la macroeconomía real y poner en marcha las tan postergadas políticas de desarrollo productivo que impulsen la formación de capital e innovación, en especial de las PYME.

### **Recuperar los equilibrios de la macroeconomía real**

Es necesario aplicar un set comprensivo de políticas contracíclicas para contrarrestar la gran volatilidad de los mercados financieros y de las exportaciones. Para esto es imprescindible transitar de metas de inflación como objetivo dominante a un balance de objetivos de ella con los de la economía real, como lo hizo Chile entre 1990 y 1995: empleo menos precario y menor informalidad, inversión productiva incluyente, diversificación exportadora, tipo de cambio y balance externo sostenibles; todos estos objetivos son afectados por la forma de hacer macroeconomía. Entre otros comprende (i) operar con una demanda efectiva cercana a la capacidad productiva, evitar auges insostenibles de consumo de importaciones y *booms* de crédito y bursátiles, por una parte, y por otra, actuar con fuerza y coherencia para revertir las situaciones recesivas; (ii) mantener un tipo de cambio real competitivo y estable, con una flexibilidad administrada por la autoridad económica lo cual resulta inviable con los extremos de flotación libre y cuenta de capitales financieros abierta; (iii) recuperar la capacidad de desalentar excesos procíclicos en los flujos especulativos de capitales, ellos han sido causantes de efectos depresivos del crecimiento y regresivos para la equidad. Chile tiene los instrumentos a mano, pues puede decidir, sin consultas o autorización de nadie, retomar una política cambiaria y regular contracíclicamente los flujos de capitales financieros. Como punto (iv) la política fiscal debe avanzar desde su actual relativa neutralidad, hacia un enfoque plenamente contracíclico —con impuestos y gastos contracíclicos—, recuperando la capacidad de acción, que se ha debilitado; y (v) aplicar activamente un conjunto integral de políticas contracíclicas exige una coordinación plena entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda.

## **Políticas de desarrollo productivo**

Aparte de la corrección del sesgo contra las PYME y la inversión productiva de una política macroeconomía procíclica —metas de inflación dominantes, cuenta de capitales abierta y tipo de cambio libre—, se requieren reformas del mercado de capitales para un mayor acceso al financiamiento interno de largo plazo, la transmisión de tecnología, la capacitación empresarial y laboral. En mercados comerciales internacionales que probablemente se expandan más lentamente que en los decenios anteriores, una compensación del vacío que dejan reside en (i) aumentar el valor agregado en la composición de las actuales exportaciones y (ii) que en algunos rubros los actuales proveedores de los exportadores de Chile —y muchos nuevos impulsados por una política coherente y persistente de clústeres— se puedan también transformar en exportadores de bienes y servicios intermedios en la producción de recursos naturales. Aquí hay un espacio para la reactivación de la cooperación o integración comercial de América Latina.

Lo recién expuesto cubre la dimensión hacia el exterior. Como se mostró, más del 70% de la producción de Chile se destina a los mercados internos, y es allí donde la abrumadora mayoría de las PYME opera, con sus actuales brechas de productividad respecto a las grandes empresas locales y de las PYME del mundo desarrollado. Como se reiteró, la posibilidad de crecer sostenidamente descansa en acortar esas brechas —al promover la investigación y el desarrollo, la capacitación laboral y la reforma del mercado de capitales— con las pequeñas empresas agregando un aporte al PBI proporcionalmente más creciente que el de las grandes.

La integración indiscriminada de Chile a los mercados de capitales financieros es una gran traba para ello. Un mercado regulado en Chile de esos fondos es una condición indispensable por muy difícil que sea ir contra la fuerte ideología «financierista» y el *lobby* tan poderoso que ha logrado mantener las condiciones que llevaron a las crisis asiática y global.

Los agentes económicos especializados en la colocación de fondos financieros, que pueden ser muy eficientes en su campo, pero que operan con horizontes de planeación cortos —por formación y por las recompensas a que están afectos—, han sido determinantes en la evolución de la coyuntura macroeconómica regresiva y depresiva del crecimiento y han influido decisivamente en el diseño de las políticas en los países de América Latina. Chile se incorporó fuertemente a estas tendencias desde 1999. Esto implica el predominio de una actitud «financierista» sobre un enfoque «productivista», lo que entra en conflicto con el doble objetivo de crecer con equidad, que requiere mejorar los incentivos para aumentar el *stock* de capital y la productividad, con innovación y capacitación laboral, más que privilegiar la búsqueda de rentas financieras o ganancias de capital. Las propuestas precedentes son ingredientes para un renovado enfoque «productivista e incluyente».

## BIBLIOGRAFÍA

- Acevedo, Maximiliano, Jessica Chamorro, Jorge Rodríguez & Alejandra Vega (2015). *Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile. Serie Estudios de Finanzas Públicas No. 23*. Santiago: Ministerio de Hacienda de Chile. [http://www.dipres.gob.cl/598/articles-133158\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.gob.cl/598/articles-133158_doc_pdf.pdf)
- Agosin, Manuel, Nicolás Grau & Christian Larraín (2009). *Industrial policy in Chile. Serie Documento de trabajo No. 294*. Santiago: Universidad de Chile. <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/144090/Industrial-Policy.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Agostini, Claudio (2008). *Los impuestos importan. Documento de trabajo No. 22*. Santiago: Observatorio Económico de la Universidad Alberto Hurtado. <http://repositorio.uahurtado.cl/bitstream/handle/11242/5021/pdf-observatorio-n22.pdf?sequence=1>
- Banco Central de Chile (2016). *Informe de Política Monetaria – IPoM*. Santiago: Banco Central de Chile.

- Bárcena, Alicia & Antonio Prado (eds.) (2015). *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina a inicios del siglo XXI*. Santiago: Cepal.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia & Paolo Mauro (2010). *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note SPN/10/03. Washington D.C.: International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
- Cepal (2015). *Balance preliminar de América Latina y el Caribe*. Santiago: Cepal.
- Cepal (2010). *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*. Santiago: ONU.
- Corfo/UAI (2016). Evolución de la PTF en Chile. *Boletín Trimestral*, 9, 1-20.
- Dipres (2016). *Informe de finanzas públicas*. Santiago: Ministerio de Hacienda.
- Dipres (2016). *Estado de operaciones del gobierno a diciembre de 2015*. Santiago: Ministerio de Hacienda.
- Direcon (2016). *Reporte trimestral enero-diciembre 2016*. Santiago: Ministerio de Relaciones Exteriores.
- Dodd, Randall & Stephany Griffith-Jones (2007). *Report on derivatives markets: stabilizing or speculative, impact on Chile and a comparison with Brazil*. Documentos de Proyectos No. 134. Santiago: Cepal. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/3559>
- Ffrench-Davis, Ricardo (2010). Macroeconomía para el desarrollo: desde el «financierismo» al «productivismo». *Revista Cepal*, 102, 7-28.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2014). *Chile entre el neo-liberalismo y el crecimiento con equidad* (quinta edición). Santiago: JCSáez Editor.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2015). Chile since 1999: from counter-cyclical to pro-cyclical macroeconomics. *Comparative Economic Studies*, 77(3), 426-53.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2016b). *Chile en la economía internacional: trayectoria reciente y desafíos*. Santiago: FCE/RIAL.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2016a). La experiencia de Chile con el Balance Fiscal Estructural. *Cuadernos de Economía*, XXXV(67), 149-170.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2015). Financial stability and the trans-pacific partnership: lessons from Chile and Malasia. *Global Policy*, 6(4), 330-342.

- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2011). Exchange rate regimes in Latin America. En Ocampo, José Antonio y Jaime Ros (eds.), *The Oxford handbook of Latin American economics* (pp. 187-221). Nueva York: Oxford University Press.
- Korinek, Anton (2011). The new economics of prudential capital controls: A research Agenda. *IMF Economic Review*, 59(3), 523-561.
- Magud, Nicolás & Carmen Reinhart (2007). Capital controls: an evaluation. En Sebastian Edwards (ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: policies, practices and consequences* (pp. 645-674). Chicago: University of Chicago Press.
- Ocampo, José Antonio (2011). Macroeconomía para el desarrollo: políticas contracíclicas y transformación productiva. *Revista Cepal*, 104, 7-36.
- Prochile (2016). *Biblioteca*. <https://www.prochile.gob.cl/documentos/>. Fecha de consulta: s.f.
- Rodrik, Dani (2015). *Economics rules*. Nueva York: Norton.
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (2015). *Informe de endeudamiento de los clientes bancarios 2015*. Santiago: SBIF. [https://www.sbif.cl/sbifweb3/internet/archivos/publicacion\\_10992.pdf](https://www.sbif.cl/sbifweb3/internet/archivos/publicacion_10992.pdf)
- Williamson, John (2008). Do development considerations matter for exchange rate policy? En Kevin Cowan y Sebastian Edwards (eds.), *Current account and external financing* (pp. 475-489). Santiago: Banco Central de Chile.
- WTO (2016). *Trade growth to remain subdued in 2016 as uncertainties weigh on global demand*. Nota de prensa. [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres16\\_e/pr768\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres16_e/pr768_e.htm). Fecha de consulta: 13/5/2015