

## **Evolución de la Economía en 1998 y Perspectivas para 1999**

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, ante la Comisión de Hacienda del Senado, el miércoles 6 de enero de 1999.

### **I. Introducción**

Durante 1998, la economía chilena enfrentó un escenario externo de enorme complejidad. La crisis asiática y sus efectos sobre el comercio exterior y la cuenta de capitales obligaron a adoptar un conjunto de políticas destinadas a estabilizar los mercados financieros y moderar el ritmo de crecimiento del gasto interno. Este documento presenta un recuento y evaluación de los principales desarrollos económicos y financieros del año pasado, y luego explora las perspectivas económicas para el presente año.

El principal mensaje de esta exposición es señalar una posición cautelosamente optimista respecto de lo que será la trayectoria de la economía durante 1999. En efecto, a pesar de las dificultades externas, la economía chilena ha logrado mantener con éxito una trayectoria de estabilidad macroeconómica, alcanzando las metas de inflación y cuenta corriente programadas para 1998 y se encuentra en buen pie para continuar sobre esta senda durante el presente año. Esta situación ha contribuido a restablecer la confianza en los mercados financieros y la política monetaria ha llevado las tasas de interés hasta niveles similares a los que prevalecían a principios de año. En el futuro, las decisiones en esta materia continuarán obedeciendo a los avances registrados en el cumplimiento de las metas macroeconómicas, situación que permitirá iniciar un proceso de recuperación gradual del crecimiento económico.

Sin embargo, es necesario enfatizar que las políticas del Banco Central buscarán privilegiar que esa recuperación del crecimiento económico sea duradera. En el marco de un escenario mundial semi-recesivo y con mayor escasez relativa de financiamiento externo, no existe el espacio necesario para intentar una recuperación rápida del producto a través de un impulso a la demanda interna sin poner en serio peligro los avances ya logrados en materia de reducción del déficit de la cuenta corriente y estabilidad de los mercados financieros y cambiarios.

### **II. El Escenario Internacional en 1998**

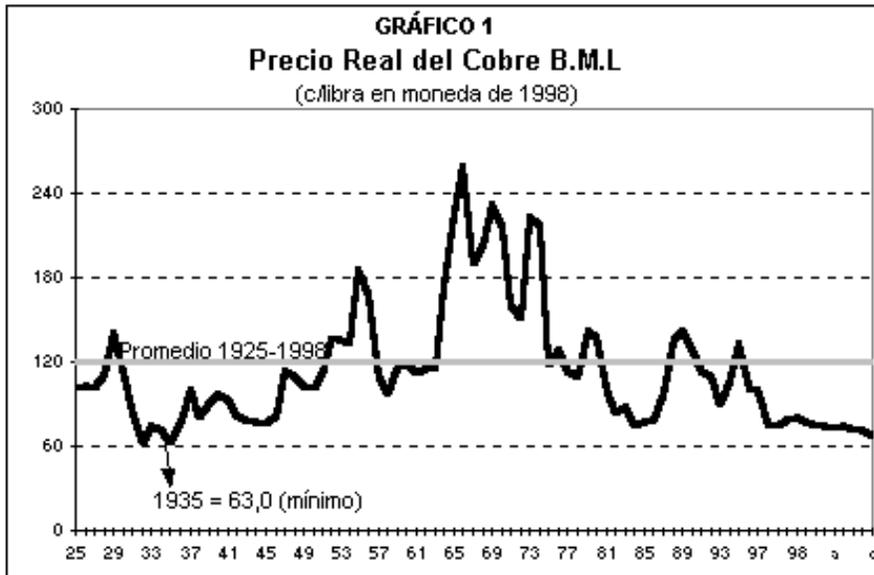
A poco más de un año de iniciada la crisis asiática, sus efectos negativos sobre la economía mundial han sobrepasado con creces las proyecciones que podían realizarse al inicio de este episodio. Un reflejo de este deterioro se observa en las continuas revisiones que realizó el FMI a sus proyecciones de crecimiento mundial para 1998 y 1999. La tabla 1 muestra la evolución de estas proyecciones desde octubre de 1997 a la fecha. A principios de la crisis, octubre de 1997, cuando sus efectos todavía estaban localizados principalmente en Asia, el FMI proyectaba una expansión de la economía mundial en 1998 y 1999 en torno a 4,5%, similar al crecimiento del año anterior. Sin embargo, conforme los efectos reales y financieros de la crisis comenzaron a ramificarse hacia otras regiones y además se agregaron nuevos factores como la recesión y dificultades financieras de Japón y posteriormente el colapso de los bonos rusos y su efecto contagio hacia otros mercados financieros, las proyecciones de crecimiento mundial se fueron ajustando progresivamente a la baja. La estimación más reciente de diciembre de 1998 estima el crecimiento mundial del año pasado en torno a 2,2%, la mitad de lo anticipado inicialmente. Asimismo, en la actualidad se percibe que la velocidad de recuperación de la economía mundial será más lenta de lo anticipado inicialmente, estimándose que la tasa de expansión de 1999 será prácticamente idéntica a la estimación de 1998, mayor crecimiento en Asia, pero menor en Europa, Estados Unidos y América Latina.

*Tabla 1: Proyecciones de Crecimiento FMI*

Un aspecto positivo es que las revisiones más recientes tienden a reafirmar las estimaciones anteriores, reflejando un mayor grado de confianza y un acotamiento de los principales factores de riesgo global detrás de estas proyecciones.

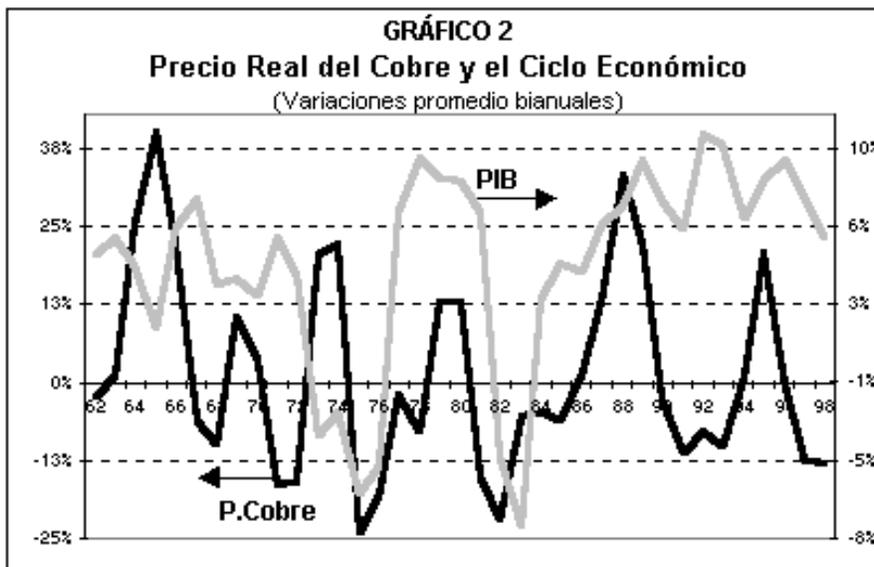
Por su parte, la evolución del precio del cobre y de otras materias primas también ha reflejado el deterioro progresivo de las perspectivas de crecimiento de la demanda mundial. Así, el precio del cobre ha mostrado que desde principios de la crisis, octubre de 1997, a la fecha, una caída desde alrededor de un dólar hasta niveles en torno a los 65 centavos de dólar la libra en las observaciones más recientes. La acumulación de inventarios y las magras perspectivas de crecimiento mundial no auguran una recuperación rápida de este precio, al menos durante 1999. Para ilustrar la magnitud de la situación, se puede consignar que en términos reales el actual precio del cobre es el menor observado desde la década del 30, cuando la economía mundial se encontraba en medio de la gran depresión.

**Gráfico 1: Evolución Precio Real del Cobre 1930-1998**



Es evidente la fuerte incidencia del precio del cobre y de otras materias primas sobre el desempeño de la economía chilena. La historia de las últimas décadas muestra que prácticamente en cada episodio de disminuciones bruscas del precio del cobre, la economía chilena ha mostrado fuertes disminuciones en su tasa de crecimiento económico, además de desajustes en otras esferas como el financiamiento de la balanza de pagos y la inflación. Desde esta perspectiva histórica, el desempeño reciente de la economía chilena es muy favorable, pues aún a pesar de enfrentar los niveles de precios más bajos de las últimas décadas, la inflación, la balanza de pagos y las finanzas públicas permanecen dentro de una trayectoria estable y el país no dejará de crecer.

**Gráfico 2: Precio del Cobre y Ciclo Económico 1960-1998**

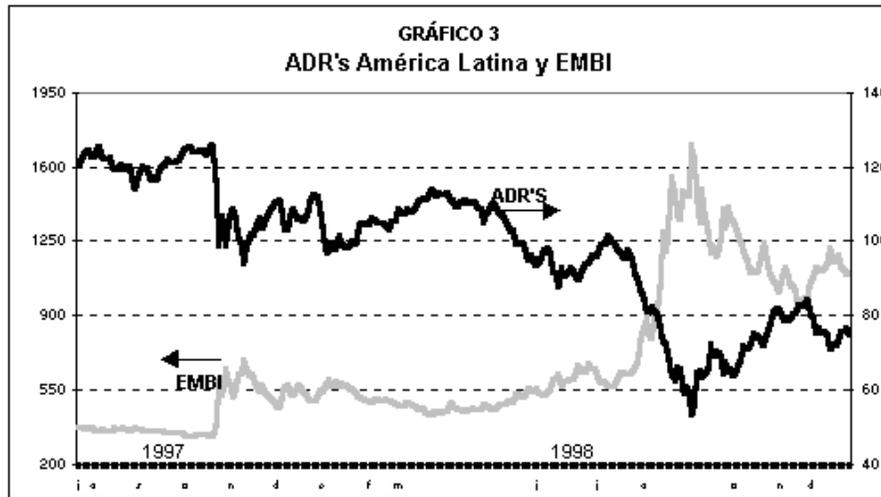


El resto de los precios de las exportaciones también mostraron una disminución en 1998, estimándose una caída global de precios del orden de 17%, cifra que es parcialmente compensada por la disminución correspondiente en el precio de las importaciones, determinando una caída neta de términos de intercambio en torno a 11,5% en 1998. En efecto, hay que recordar que la caída de términos de intercambio significó restar cerca de US\$2.000 millones de ingreso a los chilenos. En el margen, los precios de materias primas presentaron un deterioro hacia fines de 1998, esperándose una ligera recuperación a través de 1999. Con todo, se estima que en 1999 los términos de intercambio serán menores a los observados en promedio en 1998, aunque no menores a los actualmente vigentes.

Por otra parte, la crisis asiática también ha provocado efectos sobre la distribución de los capitales. Los inversionistas internacionales—tanto residentes internos como extranjeros— han revisado sus estrategias de inversión en mercados emergentes. En particular, la crisis ha provocado una reevaluación de los riesgos de estas inversiones, así como una menor demanda global por

activos riesgosos. Incluso para países con una situación macroeconómica y financiera sólida, como Chile, el cambio de actitud y las pérdidas sufridas por los inversionistas internacionales ha significado caídas en los precios de sus pasivos internacionales (acciones y bonos), junto con una menor disponibilidad y mayores costos de financiamiento externo.

**Gráfico 3: EMBI y ADR´s (97-98)**



Todo lo anterior ha implicado algunos cambios en nuestra cuenta de capitales: reducciones en el volumen neto de entradas y modificaciones en la composición de los flujos de entradas y salidas. En efecto, las estimaciones preliminares indican que las entradas de capitales de mediano y largo plazo prácticamente se habrían mantenido sin variaciones respecto de 1997, con una reducción de la inversión extranjera directa, cercana a los US\$500 millones, compensada por un mayor nivel de endeudamiento de mediano y largo plazo. En contraste, los flujos de inversiones de residentes al exterior, directa y de cartera, habrían experimentado un aumento cercano a los US\$1.600 millones respecto de lo observado en 1997, mientras que la acumulación de activos de corto plazo presentaría un incremento por sobre los US\$3.000 millones. Finalmente, las inversiones de cartera hacia Chile, ADR´s y bonos, también muestran una significativa reducción, estimada preliminarmente en torno a los US\$2.000 millones por debajo de los valores observados en 1997. Con todo, las entradas netas de capitales, incluyendo errores y omisiones, habrían alcanzado poco más de US\$ 2.500 millones durante 1998, muy por debajo de los US\$7.400 millones que se registraron en 1997.

El deterioro en el escenario externo encontró a la economía chilena en una fase de fuerte aceleración de la demanda interna, con las consecuentes presiones de ampliación en el déficit de la cuenta corriente. La expansión de la demanda interna se hizo más evidente hacia fines de 1997 y se canalizó, en lo fundamental, hacia los mercados externos, impulsando un fuerte crecimiento de las importaciones y presiones adicionales sobre el déficit de la cuenta corriente. Sin embargo, parte de esta presión también derivó hacia los mercados internos, generando un crecimiento muy dinámico del producto en el segundo semestre del año pasado y un estrechamiento del mercado laboral con las consecuentes presiones sobre la tendencia inflacionaria doméstica y los salarios. En efecto, el ritmo de creación de empleos comenzó a incrementarse en la segunda mitad de 1997, y este mayor nivel de empleo se mantuvo a lo largo de la primera parte del presente año, llevando la tasa de desempleo por debajo de su tendencia histórica. Asimismo, la tendencia de inflación no transable comenzó a manifestar un repunte gradual hacia fines de 1998, mientras el crecimiento de los salarios nominales permanecía estancado en torno a 8% anual, moderándose sólo hacia fines de año.

### III. Las Metas de 1998 y la Orientación de las Políticas Macroeconómicas

Dentro de este contexto, era necesario aplicar una política de ajuste orientada a reducir, en un período acotado de tiempo, el déficit de la cuenta corriente, y al mismo tiempo mantener la inflación sobre una trayectoria estable y gradualmente descendente. En términos concretos, los objetivos buscados consistían en alcanzar un déficit de la cuenta corriente en torno a 6,5% del PIB en 1998, alrededor de US\$5.000 millones, y en torno a US\$4.000 millones, 5% del PIB en 1999, así como una inflación en torno a 4,5% en 1998 y alrededor de 4,3% en 1999.

Las metas para la inflación y el saldo de la cuenta corriente constituyen el eje disciplinador del conjunto de políticas macroeconómicas. Estos objetivos señalan las restricciones presupuestarias que debe reconocer la evolución del gasto interno de tal forma de poder mantener en el tiempo una trayectoria de crecimiento económico alto y estable, tan satisfactoria como la observada durante la última década. Por el contrario, una actitud complaciente respecto de estas metas produce tarde o temprano un deterioro en la confianza de los mercados financieros, provocando cambios bruscos en los precios relativos y en las condiciones de financiamiento que finalmente acarrearán grandes costos para la economía. Esta situación era particularmente riesgosa en un período de alta inestabilidad financiera como el que ha caracterizado a los mercados internacionales en el último tiempo.

Así, en el curso de 1998 las políticas macroeconómicas adoptaron una instancia restrictiva destinada a moderar el crecimiento de la demanda interna y restaurar la confianza en los mercados financieros.

En materia de política monetaria el Banco Central impulsó un incremento en su tasa de instancia monetaria con el fin de elevar el costo general del crédito y moderar el ritmo de gasto privado de empresas y consumidores. Adicionalmente, en ocasiones excepcionales se permitió un mayor grado de flexibilidad adicional a las tasas de interés para absorber presiones extraordinarias de especulación en los mercados cambiarios.

En el área cambiaria, las acciones del Banco Central se orientaron a reconocer y respetar las tendencias más permanentes del tipo de cambio, pero buscando amortiguar sus movimientos bruscos. Es así como a diciembre en doce meses se verificó una depreciación nominal del peso con relación al dólar en torno a un 14% respecto de los niveles pre-crisis y las estimaciones más recientes del tipo de cambio real muestran una depreciación en torno al 4%.

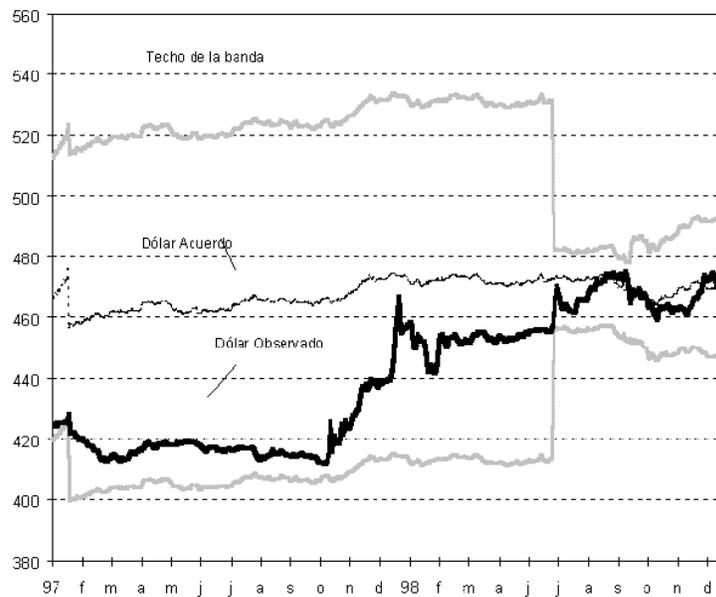
Durante 1998 se observó un quiebre de la tendencia de apreciación que había venido mostrando el peso a través de los últimos años, así como un aumento en la percepción de riesgo cambiario frente al deterioro del escenario externo y la ampliación del déficit de la cuenta corriente. Los participantes del mercado respondieron a estos cambios realizando operaciones de cobertura en los mercados de futuros cambiarios y ajustes en su cartera de activos y pasivos destinados a aminorar el grado de exposición frente a las fluctuaciones de la moneda, factores que contribuyeron a generar presiones en el mercado cambiario. Frente a estas presiones, el Banco Central utilizó su política cambiaria y monetaria para amortiguar la velocidad de los movimientos en el tipo de cambio con el fin de restaurar la confianza en el valor del peso y así evitar una erosión progresiva de la credibilidad monetaria y un proceso de espiral especulativa en contra del peso. Así, durante 1998 el Banco Central participó más activamente en el mercado de divisas, jugando un rol estabilizador al vender al mercado reservas internacionales que habían sido adquiridas cerca del piso de la anterior banda cambiaria; también se inició la emisión de los PRD a 3 y 4 años con el fin de facilitar el proceso de cobertura de riesgo cambiario; y finalmente se dejó mayor flexibilidad de las tasas de interés como mecanismo de ajuste frente a presiones extraordinarias en el mercado cambiario.

Por su parte, la política de regulación de la cuenta de capitales respondió durante 1998 disminuyendo las barreras a la entrada de capitales. Así, la tasa de encaje cambiario, o su costo equivalente, disminuyó desde 30% a 0%, compensando el incremento en el costo del financiamiento externo y la menor disponibilidad relativa de éste.

Desde mediados de octubre a la fecha, conforme los mercados financieros internacionales han mostrado mayor estabilidad, y se ha observado una apropiada convergencia de los resultados macroeconómicos hacia los objetivos programados, el Banco Central ha reducido en cuatro ocasiones la tasa de interés de política, llevándola hasta un nivel levemente superior al que prevalecía a principios del año pasado. Y, junto a lo anterior se ha avanzado hacia un mayor grado de flexibilidad cambiaria. Esta mayor flexibilidad se expresa en la ampliación de la banda del 22 de diciembre pasado y la continuación de su ensanchamiento en el transcurso del presente año.

**Gráfico 4: Banda Cambiaria (1997-98)**

**GRÁFICO 4**  
**Tipo de Cambio Nominal y Banda Cambiaria**  
(Pesos por dólar)



Por su parte, a través de 1998 el gobierno anunció la orientación restrictiva de la política fiscal a través de una serie de recortes al gasto público respecto del presupuesto aprobado para 1998, de forma de alcanzar un crecimiento real en torno a 5,5%, ajuste que se habría concentrado en el último cuarto de 1998 sobre el cual aún no hay información disponible. Asimismo, para el presente

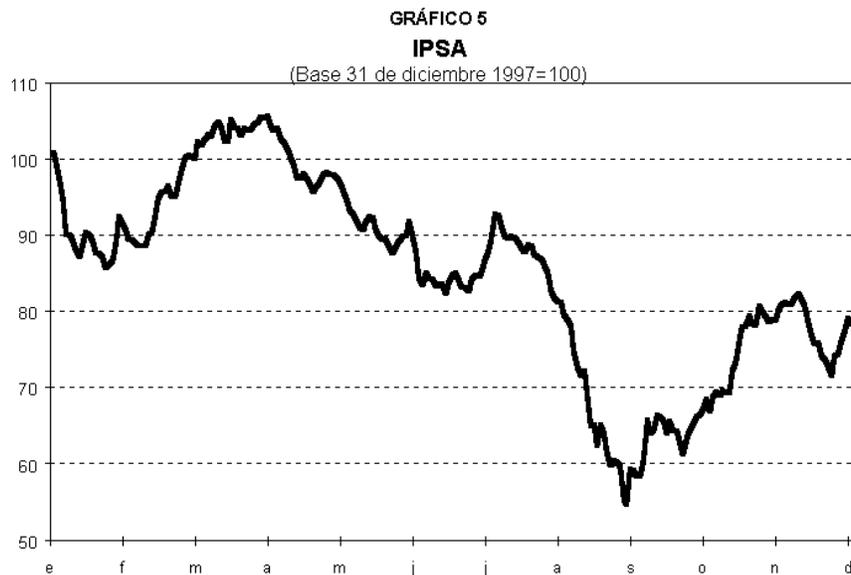
año, el presupuesto aprobado contempla un incremento real en torno a 2,8%, levemente por debajo de la tasa de expansión esperada de la actividad económica, aunque por encima del crecimiento de la demanda interna. En reiteradas ocasiones el Banco Central ha expresado la importancia de alcanzar estos compromisos para la obtención de los objetivos macroeconómicos antes señalados con una combinación equilibrada entre política fiscal y monetaria.

#### IV. Resultados del Programa Macroeconómico en 1998 y Perspectivas para 1999

La evolución de las cifras macroeconómicas de 1998 refleja los efectos del deterioro progresivo de la economía mundial, en conjunto con el impacto de las políticas internas implementadas para ajustar a la economía.

En los mercados financieros, después de períodos de intensas turbulencias internas y externas, se ha observado un mayor grado de estabilidad en los últimos meses, así como un afianzamiento de las expectativas. Las tasas de interés de corto, mediano y largo plazo han mostrado una tendencia a la baja; el tipo de cambio ha permanecido relativamente estable y el premio de los dólares vendidos a futuro se ha reducido; y en las últimas semanas se observa una gradual recuperación de los flujos de financiamiento externo; así como una reducción del costo de spread del financiamiento externo; y sólo ayer una importante agencia evaluadora de riesgo reafirmó la favorable clasificación de inversión que alcanzada por la economía chilena. Todos estos antecedentes reflejan un voto de confianza en el éxito del programa de ajuste que se ha llevado a cabo y sirven de base para sustentar una recuperación gradual del ritmo de crecimiento de la economía.

Gráfico 5: IPSA (1998)

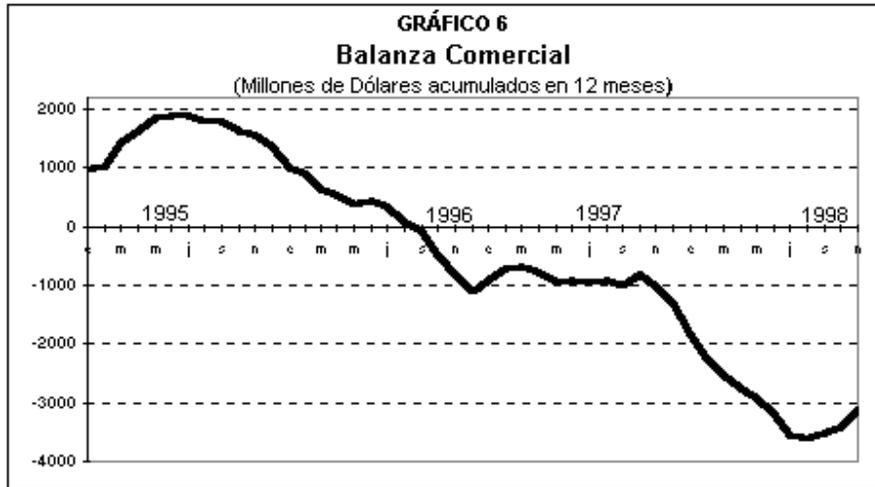


En relación a las cuentas externas, sobre la base de antecedentes preliminares se estima cumplido el objetivo para el déficit de la cuenta corriente de 1998. En efecto, se estima que el déficit de la cuenta corriente alcanzaría alrededor de 6,3% del PIB comparado con 6,5% de la proyección original.

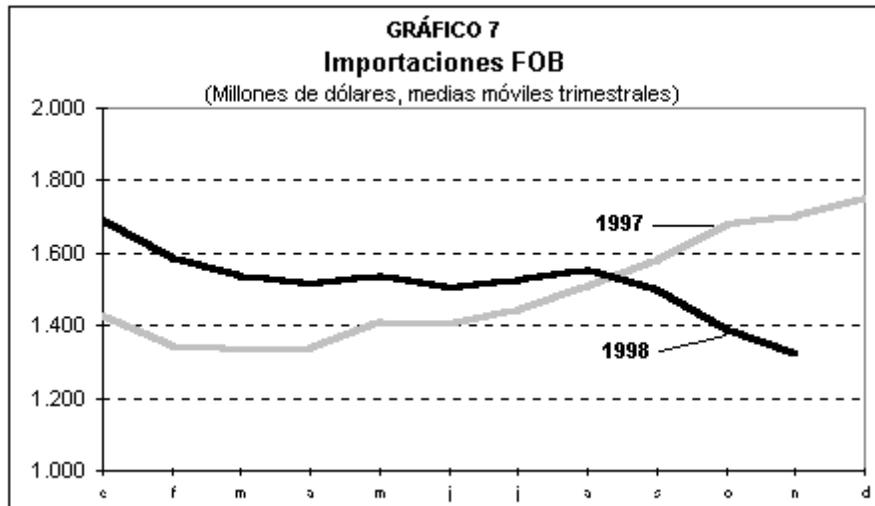
Tabla 2: Estimaciones Macroeconómicas 1998

Las perspectivas para 1999 indican una moderación adicional del déficit externo como consecuencia de un mejoramiento de la balanza comercial. Por una parte, la entrada en operación de nuevos proyectos cupríferos y una recuperación parcial de algunas exportaciones principales (silvícolas, harina de pescado, oro y otros) compensan los menores precios que se observan en la actualidad, con lo cual las exportaciones presentarían un aumento de valor, en tanto que las importaciones se mantendrían en torno a los niveles alcanzados en 1998 como conjunto, ya que se espera una moderada evolución de la demanda interna y la profundización de los efectos de la depreciación real del peso.

Gráfico 6: balanza comercial (acumulado 12 m., 1995-98)



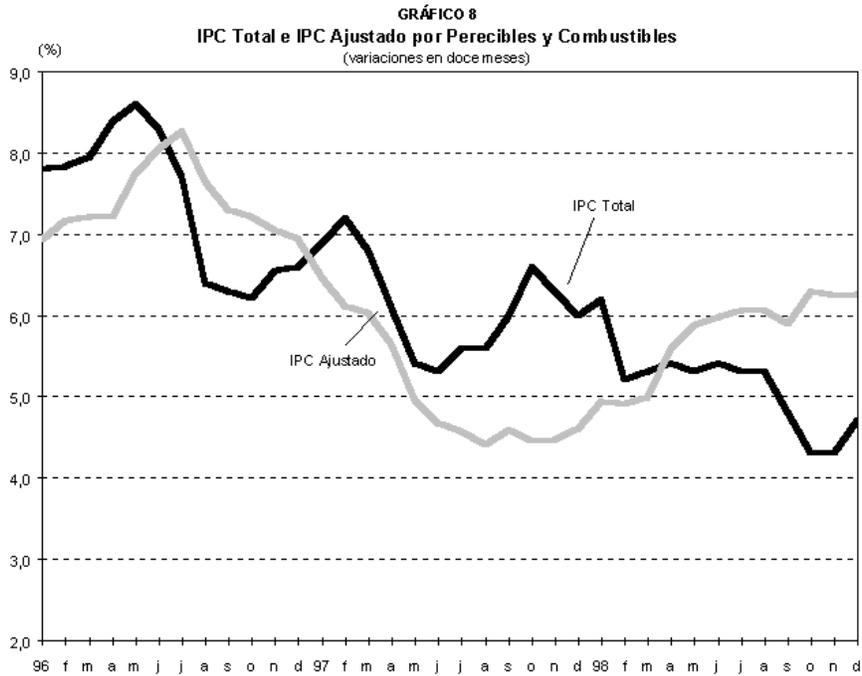
*Gráfico 7: importaciones (prom. trimestrales, 1997 vs. 1998)*



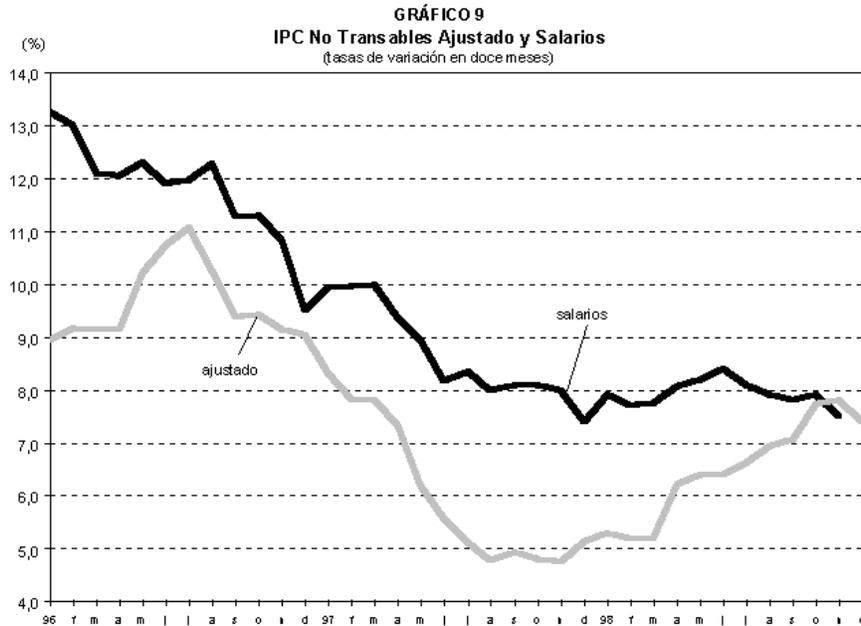
En relación a los precios, el resultado inflacionario de 1998 se enmarcó dentro de la meta programada, lo que constituye un importante logro considerando las adversas condiciones de presiones de demanda que se enfrentaron durante la primera parte de 1998 y las mayores presiones de costos como consecuencias de la depreciación del tipo de cambio.

Las condiciones son propicias para continuar la trayectoria de inflación descendente en 1999 y alcanzar la meta en torno a 4,3% estipulada en septiembre último. Sin embargo, un factor importante para consolidar esta proyección de inflación es que se produzca una moderación del ritmo de crecimiento de los salarios nominales y de la inflación de no transables en coherencia con las condiciones de mercado que prevalecerán en el presente año. Las cifras más recientes de remuneraciones medidas por el INE entregan señales positivas en esta dirección.

*Gráfico 8: IPC e IPC ajustado (1997-98)*



**Gráfico 9: IPC No transables ajustado y Salarios (1997-98)**



Finalmente, el crecimiento de la actividad en 1998 se ubicaría en un rango de 3,5% a 4,0%, por debajo respecto de lo que se presupuestaba a mediados del año pasado. A su vez, el crecimiento de la demanda interna estaría cerca de un punto por debajo de la proyección de crecimiento del producto. La reducción de la estimación de crecimiento refleja, en lo principal, que la contracción de la demanda interna en la segunda parte del año fue más profunda de la anticipada en el Informe al Senado de septiembre último, así como también un menor crecimiento de la demanda externa, en su componente de exportaciones principales, junto a menores precios para estas exportaciones.

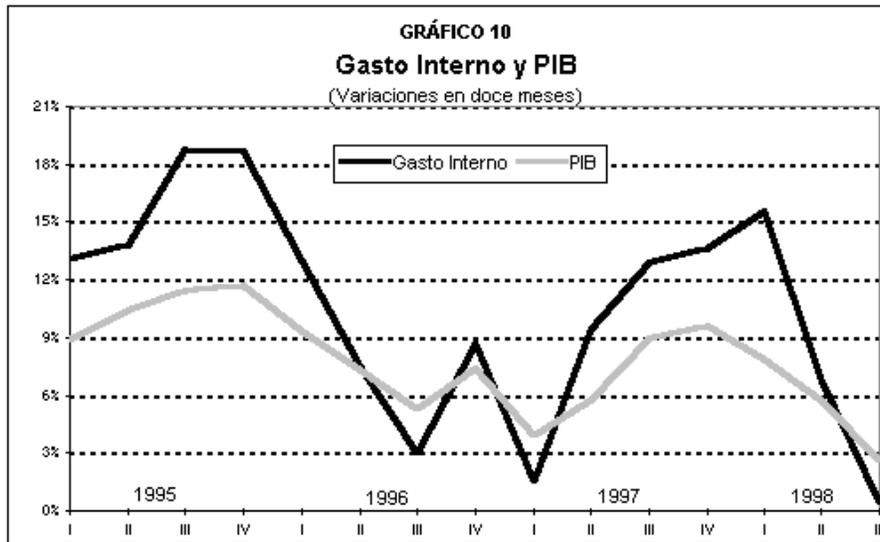
El menor desempeño de crecimiento económico en la segunda parte de 1998 está estrechamente ligado con lo que fue la evolución de la economía mundial y los mercados financieros internacionales en este período. El colapso de los bonos rusos trajo una fuerte ola de pesimismo sobre los mercados financieros internacionales, situación que llevó a un agudo incremento en el costo de financiamiento externo de las economías emergentes, así como el congelamiento o reducción de posiciones de inversión en estas

economías. Dentro de este contexto global, también se generó una ronda de mayor inestabilidad en los mercados locales, impulsando un proceso de especulación en contra del peso que llevó a incrementar las tasas de interés de mercado y finalmente la instancia monetaria por encima de los valores que habían sido anticipados con anterioridad. Este conjunto de factores internos y externos determinó que en definitiva el crecimiento de la actividad en el segundo semestre del año pasado fuera menor de lo anticipado.

En resumen, el crecimiento económico de la economía chilena se habría reducido a algo más de la mitad de lo que se anticipaba en forma previa a la crisis, corrección que es inferior en términos relativos a la que habría experimentado el crecimiento de la economía mundial según el FMI.

Para el presente año se espera una trayectoria de recuperación gradual del crecimiento económico, pero aproximándose al crecimiento potencial hacia el cuarto trimestre. La trayectoria de recuperación gradual de la economía se sustentaría en el impulso de la demanda externa neta, tanto por el crecimiento esperado de las exportaciones principales, como también por la mantención de un nivel de importaciones similar al observado el presente año. La demanda interna, en tanto, continuaría mostrando una contracción en la primera parte de 1999, para comenzar a repuntar en la segunda parte del año.

**Gráfico 10: Demanda y PIB (var. % anual, 1995-98:3)**



Vale la pena comparar los resultados del ajuste de la economía chilena con los de otros países que también han sido afectados por la crisis asiática. En el anexo adjunto se presentan una serie de indicadores que resumen las respuestas de política, así como los principales resultados macroeconómicos para un conjunto de países de América Latina, Asia y Oceanía. En comparación con el resto de los países considerados, el crecimiento de Chile en 1998 es el segundo mayor, mientras que el de 1999 estaría en el tramo superior de este grupo. Esto es un logro significativo si se considera que el shock real que afectó a la economía chilena en 1998 es bastante mayor al de otras economías por su mayor exposición a las fluctuaciones de precios de materias primas y el mayor volumen relativo de comercio con Asia. Finalmente, en términos de la brecha entre el crecimiento proyectado para 1998 y el potencial de cada país, Chile muestra la tercera menor reducción de la tasa de crecimiento.

**VI. Conclusiones**

En conclusión, a pesar de que durante 1998, la economía chilena enfrentó un escenario externo de enorme complejidad, se ha logrado mantener con éxito una trayectoria de estabilidad macroeconómica. Esta situación ha contribuido a restablecer la confianza en los mercados financieros y colocan en buen pie a la economía para iniciar un proceso de recuperación gradual del crecimiento a través del presente año.

**Anexo 1**

**Comparación de las políticas y resultados de la economía chilena con otros países**

Se ha planteado que el ajuste habría sido ineficiente porque si bien la combinación de tasas de interés altas y flexibilidad cambiaria nominal moderada ha conseguido el ajuste deseado en la cuenta corriente, ha sido a costa de un sacrificio de crecimiento económico mayor que el estrictamente necesario. Esta afirmación puede examinarse a la luz de la experiencia de otras economías emergentes durante esta coyuntura internacional.

El análisis de la experiencia de otros países provee de una rica fuente de información, pues permite comparar las distintas

reacciones de política respecto de un shock externo similar. En efecto, en lo que se refiere a política cambiaria, en un extremo se encuentran los casos de Argentina, que ha mantenido su caja de conversión y de Brasil, que ha permitido un grado de flexibilidad muy limitado. En el otro extremo están los casos de México, Perú y Nueva Zelandia, que han mantenido un sistema de flotación. Con grados de flexibilidad intermedia se encuentran Colombia y Ecuador (con bandas relativamente anchas) y Chile (con una banda más angosta). Otros factores de heterogeneidad corresponden a las reacciones de política fiscal, al tamaño del shock que ha debido soportar cada país y a la posición cíclica que tenía inicialmente cada uno.

**Tabla A.1: Cambio en Proyecciones de Crecimiento para 1998**

**TABLA A.1**

**Cambio en Crecimiento del PIB Proyectado para 1998**

	Oct-98 vs. Jun-97 <sup>(1)</sup>	Oct-98 vs. Oct-97 <sup>(2)</sup>
Puntos porcentuales de PIB		
Argentina	-0,3	-0,7
Brasil	-3,6	-3,0
Chile	-2,1	-2,3
Colombia	-2,1	-1,7
Ecuador	-2,8	-2,9
México	-0,2	-0,9
Perú	-2,6	-1,9
Venezuela	-6,4	-6,6
Corea	-12,8	-12,9
Nueva Zelandia	-3,2	-3,2
Tailandia	-13,8	-9,1
Mediana	-2,8	-2,9

<sup>(1)</sup> Se refiere a la diferencia entre las proyecciones efectuadas por Latin American Consensus Forecast en octubre de 1998 y junio de 1997.

<sup>(2)</sup> Se refiere a la diferencia entre las proyecciones efectuadas por Latin American Consensus Forecast en octubre de 1998 y octubre de 1997.

Para tener una idea de las correcciones de crecimiento asociadas a la crisis asiática, la tabla A.1 presenta la diferencia entre la proyección de crecimiento para 1998 que se hacía antes de la crisis (en octubre de 1997) y las realizadas un año después. Todas la proyecciones, incluyendo las de Chile, corresponden al promedio de la última estimación disponible de *Consensus Forecast*. Los resultados indican que todos los países crecerán menos en 1998 como resultado de la crisis, siendo Argentina y México los menos afectados y Venezuela y Brasil los más afectados dentro de los países latinoamericanos. Los países asiáticos, Tailandia y Corea, presentan las mayores correcciones en la estimación de crecimiento (en torno al 10%), y Nueva Zelandia presenta una corrección levemente por encima del 3%. Chile tiene un impacto sobre crecimiento menor a la mediana de los países considerados. Es necesario agregar además que dentro de los países latinoamericanos son Ecuador, Chile y Venezuela los países que recibieron el shock más significativo derivado de las disminuciones en los precios internacionales de materias primas: petróleo y cobre. En conclusión, la reducción del crecimiento de la economía chilena está por debajo de la mediana, aún a pesar de recibir un shock negativo relativamente mayor.

**Tabla A.2: Reacciones de Política en Distintos Países**

**TABLA A.2**

**Reacciones de Política en Distintos Países**

(%)

	<b>Cambio en TCN</b>	<b>Tasa de Interés Real <sup>(2)</sup></b>				
	jul-97 vs. dic-98 <sup>(1)</sup>	abr-98	jun-98	ago-98	oct-98	dic-98
Argentina	0,1	6,0	8,6	14,7	10,6	7,4
Brasil	11,0	13,1	18,1	39,6	32,4	28,8
Chile	13,6	7,6	9,3	17,7	12,0	8,6
Colombia	39,4	6,5	27,8	35,4	18,8	16,0
Ecuador	63,6	-	-	-	-	-
México	25,9	7,6	10,2	28,6	15,3	17,5
Perú	18,5	-	-	-	-	-
Venezuela	14,0	-1,9	12,6	91,6	11,0	-0,6
Corea	35,5	12,7	9,8	4,5	2,3	2,8
N. Zelandia	41,9	6,6	6,9	5,2	4,0	4,2
Tailandia	19,2	3,7	30,0	14,9	4,5	3,0
Mediana	19,2	6,6	10,2	17,7	11,0	7,4

(1) Fuente: IFS, Monitor Emergente.

(2) Fuente: Construcción en base a American Consensus Forecast, Monitor Emergente y Goldman Sachs. Corresponde a la tasa nominal a 3 meses menos la proyección a 12 meses de inflación.

Las reacciones de política han sido conceptualmente muy distintas en estos países, especialmente en lo que se refiere a la política cambiaria. La tabla A.2 muestra la depreciación nominal acumulada desde julio de 1997 a diciembre de 1998. Asimismo, muestra las tasas de interés reales que se han mantenido durante algunos meses del año.

Se observa que, efectivamente, la depreciación nominal ha variado entre los países considerados (en parte explicada por diferenciales de inflación). Las tasas de interés, por otro lado, se han mantenido relativamente altas en todos los países. Dentro de esta diversidad de experiencias se puede sacar como lección importante que un mayor grado de flexibilidad cambiaria no es sinónimo de menores tasas de interés. De hecho, Argentina y Chile han mantenido las tasas de interés más bajas en la región.

**Tabla A.3: Efectos en el Tipo de Cambio Real**

**TABLA A.3**

**Efectos en Tipo de Cambio Real**

(%)

**Depreciación del Tipo de Cambio Real a Diciembre de 1998 desde:**

	Promedio Ene-95 a jun-97	Promedio Ene-97 a jun-97	Jun-97
Argentina	-3,8	2,0	2,2
Brasil	5,8	10,0	9,8
Chile	3,8	10,4	10,3
Colombia	2,8	14,2	17,6
Ecuador	-1,2	4,7	5,1

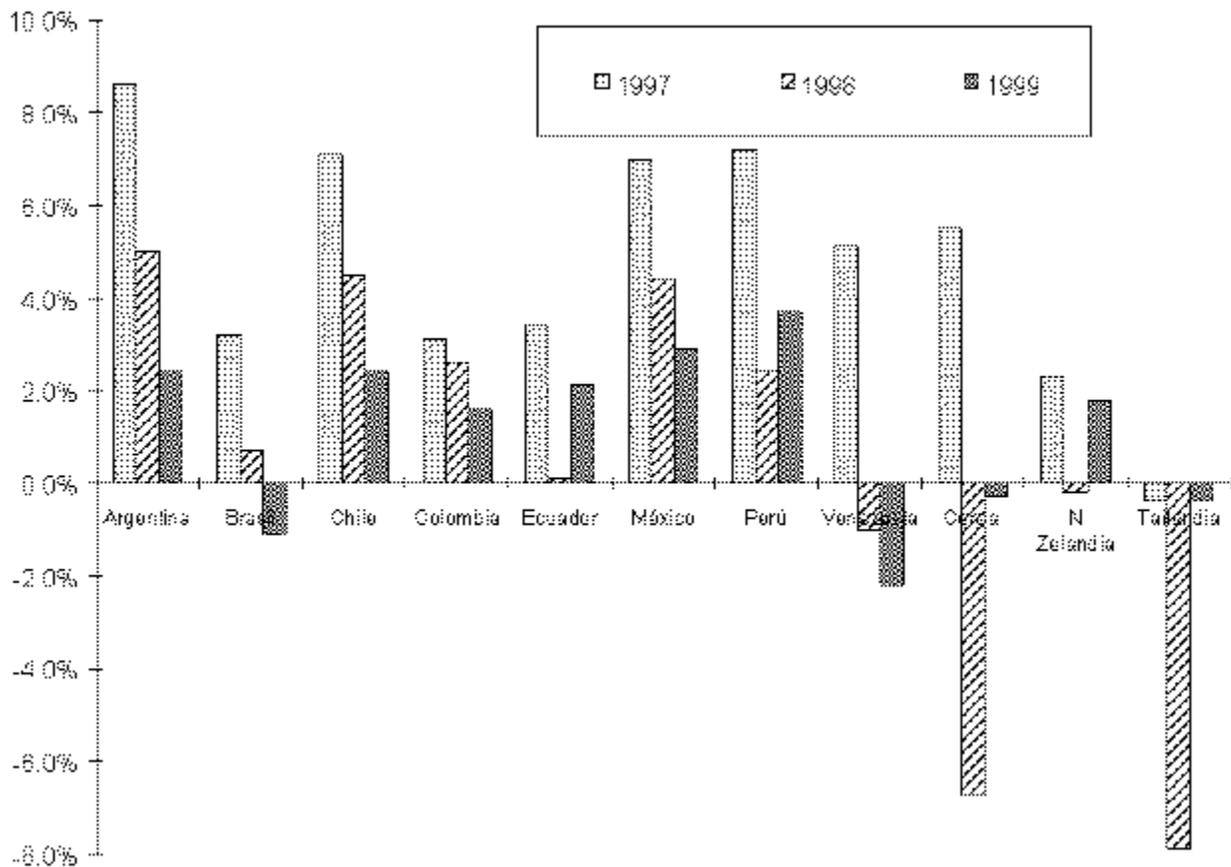
México	-13,6	-1,1	-0,3
Perú	4,5	7,8	9,5
Venezuela	-19,9	-17,3	-15,0
Corea	14,2	14,3	12,6
N. Zelandia	14,9	24,2	23,4
Tailandia	4,6	10,7	9,1
Mediana	3,8	10,0	9,5

Fuente: JPMorgan. Corresponde a TCR calculado con precios de productor.

Las reacciones de política se materializan en varios frentes. Un frente considerado clave luego de un shock externo, es la evolución del tipo de cambio real. La tabla A.3 muestra la depreciación real acumulada a septiembre de 1998 según datos de una fuente común (*JPMorgan*: tipo de cambio real multilateral con precios de productor), que difiere por aspectos de metodología de la estimación del Banco Central, pero entrega una medición comparable. Los resultados indican que, respecto del tipo de cambio real promedio del periodo enero de 1995 a junio de 1997 o el promedio enero de 1997 a junio de 1997, Chile es el que muestra la segunda mayor depreciación dentro de los países latinoamericanos (luego de Colombia). Cuando la medición se realiza respecto de junio de 1997, Chile es el que muestra la tercera mayor depreciación. Esto evidencia que Chile ha mostrado mayor flexibilidad cambiaria de lo que comúnmente se piensa.

**Gráfico A.4: Tasas de Crecimiento Anual, 1997-1999**

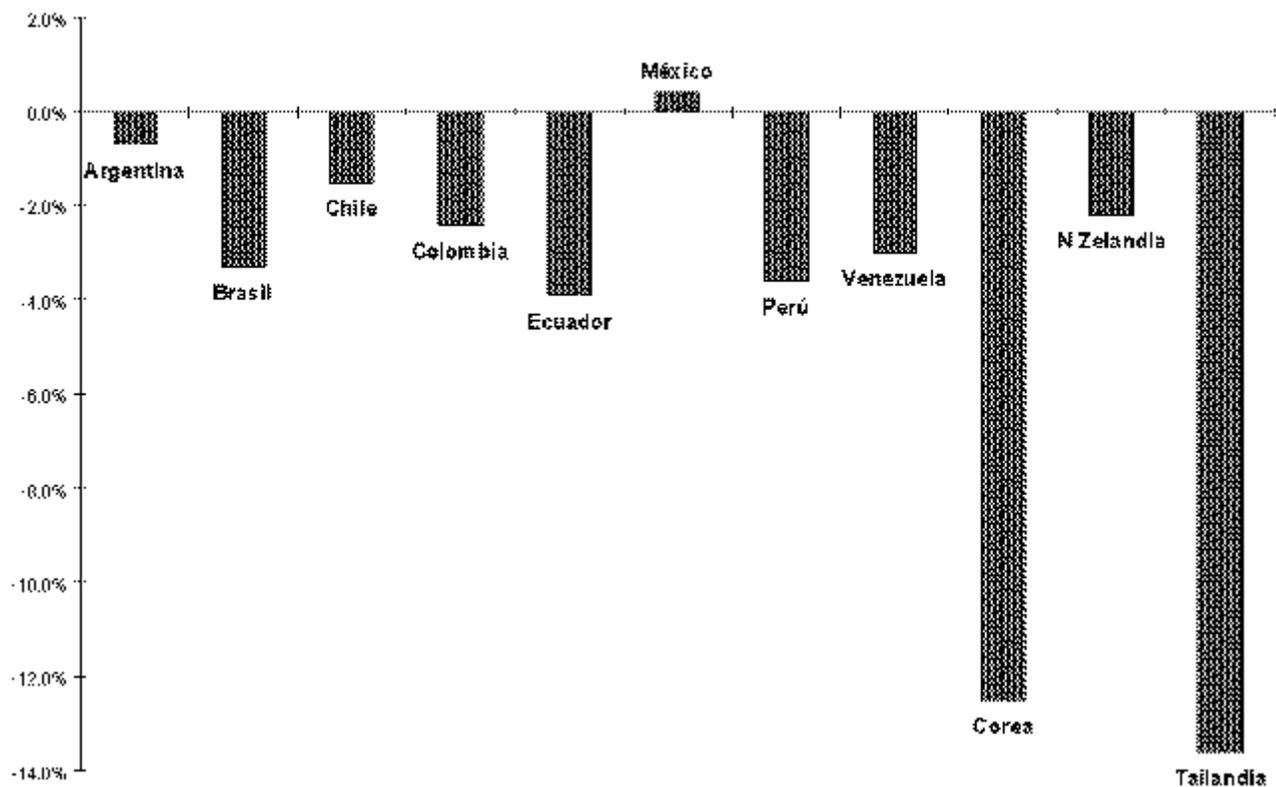
**GRÁFICO A.4**



Fuente: Consensus Forecast

Gráfico A.5: Brecha entre Crecimiento Efectivo 1998 y Potencial

GRÁFICO A.5



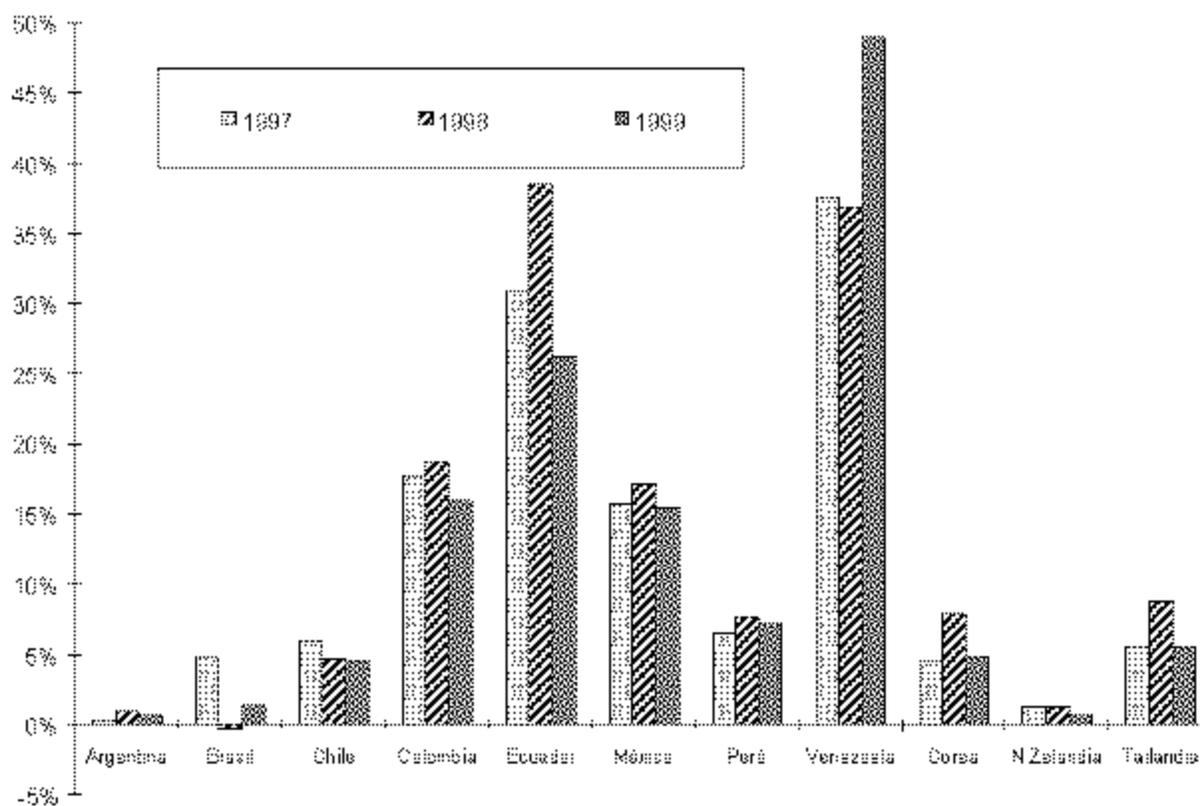
Fuente: Consensus Forecast y Goldman Sachs

Los resultados macroeconómicos de las políticas aplicadas por los países se resumen en dos indicadores: crecimiento e inflación. El gráfico A.4 presenta las tasas de crecimiento de 1997 y las proyectadas para 1998 y 1999 (proyección de octubre de 1998). En comparación con el resto de los países considerados, el crecimiento de Chile en 1998 es el segundo mayor, mientras que el de 1999 es superior que la mediana. Esto es un logro significativo si se considera el tamaño del shock que afectó a la economía chilena. El gráfico A.5 presenta la brecha entre el crecimiento proyectado para 1998 y el potencial de cada país. En esta comparación Chile muestra la tercera menor reducción de la tasa de crecimiento.

Gráfico A.6: Tasas de Crecimiento Anual, 1997-1999

GRÁFICO A.6

Tasas de Inflación, 1997-1999



Fuente: Consensus Forecast

El gráfico A.6 presenta las proyecciones de inflación para los mismos 3 años. Estas indican que Chile mantiene una posición privilegiada en cuanto a control inflacionario. Además, se observa que los países con sistemas cambiarios más flexibles tienen una mayor tasa promedio de inflación y varios sufren de una aceleración de la inflación luego de la depreciación.

Del análisis presentado en esta sección emergen tres importantes conclusiones: Primero, Chile no ha seguido una política cambiaria inflexible en el contexto de países Latinoamericanos. La depreciación real observada es mayor que la depreciación media de los países considerados y las tasas de interés no son especialmente altas en comparación a estos países. Segundo, mayor flexibilidad cambiaria no es sinónimo de menores tasas de interés. Y tercero, a pesar de enfrentar un shock relativamente más negativo como consecuencia de un mayor grado de exposición a los precios de materias primas y mayor comercio con Asia, el costo relativo del ajuste en términos de menor crecimiento que está pagando Chile es relativamente bajo en comparación al incurrido por los otros países.