

EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL EN LA ECONOMÍA CHILENA

Leonardo Hernández
Pamela Mellado*

INTRODUCCIÓN

A más de un año de iniciada la crisis asiática, sus efectos negativos han sobrepasado con creces las proyecciones iniciales que se hacían respecto de ella. Las razones de por qué ésta dejó de perfilarse como una crisis regional y en forma creciente adquirió características de crisis financiera internacional son varias. Por una parte está la gradualidad en el reconocimiento de los problemas internos que afectaban a los países en crisis—Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia. Segundo, la demora de Japón en implementar un paquete de medidas destinadas a rescatar su sistema financiero, paquete sobre el cual aún persisten dudas relativas a su efectividad. Tercero, la no validación de las expectativas de los mercados financieros respecto a que los organismos multilaterales y los gobiernos de los G-7 evitarían el colapso de Rusia. Finalmente, la dificultad que encontraron los organismos multilaterales—léase Fondo Monetario Internacional—para conseguir fondos adicionales que les permitieran acudir en ayuda de los países en riesgo de colapsar. Todo lo anterior explica por qué la crisis se fue agravando y extendiendo con mayor rigor de lo que se esperaba inicialmente. Esto ciertamente explica también la gradualidad en la implementación de las políticas económicas aplicadas en Chile, las que se fueron intensificando conforme se complicaba el escenario internacional y se conocían las verdaderas dimensiones y consecuencias de la crisis. En el recuadro 1 se presenta una breve cronología de la crisis.

La crisis asiática combina, en los países donde se inicia, una “crisis gemela”¹ con fuertes elementos de contagio regional. En el transcurso de este año ésta se ha extendido progresivamente al resto del mundo, lo que la hace parecida a la crisis de la deuda que se iniciara en 1982.² Sin perjuicio de esto,

algunas diferencias importantes persisten. Así, mientras la crisis de la deuda fue en parte importante provocada por una recesión en los países desarrollados—especialmente Estados Unidos e Inglaterra—, en el caso de la crisis asiática los países industriales más importantes, con excepción de Japón, se encuentran en una etapa de crecimiento relativamente alto. Este elemento podría facilitar la recuperación económica en la región del sudeste asiático y, al mismo tiempo, aminorar el impacto en otras regiones.

A pesar de este elemento atenuante—representado principalmente por una vigorosa economía norteamericana³—y de los sólidos fundamentos de nuestra economía, Chile se ha visto afectado de manera importante por las turbulencias de la economía mundial. Los canales a través de los cuales nuestro país se ha contagiado de la crisis asiática son el comercio internacional—en particular, decrecientes retornos por nuestras exportaciones—y los mercados financieros. En este último caso los principales efectos han sido producto de una reasignación de flujos de capital hacia los centros financieros más desarrollados, una disminución en los precios de los pasivos internacionales de los países emergentes, y un aumento en el riesgo soberano de estos mismos países. Estos

* Gerencia de Investigación Económica, Banco Central de Chile. Las opiniones expresadas en este trabajo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no representan necesariamente los puntos de vista del Banco Central de Chile, o de sus autoridades. Los autores agradecen los valiosos comentarios de F. Morandé, L. O. Herrera, los editores y el árbitro anónimo de ECONOMÍA CHILENA, así como la valiosa colaboración R. Caputo y J. P. Medina.

Este trabajo se terminó de escribir en octubre de 1998.

¹ El término “crisis gemela” (Twin-crisis) se refiere a una situación donde se dan simultáneamente una crisis financiera interna con una crisis de balanza de pagos (Kaminsky y Reinhart (1996); Goldfajn y Valdés (1998)).

² La crisis de la deuda, que empezó como un problema esencialmente latinoamericano en 1982, tuvo repercusiones financieras para el resto del mundo las que duraron al menos hasta 1988-1989, cuando los capitales privados empezaron a retornar a aquellos países emergentes con mejores fundamentos económicos.

³ Aunque ésta se ha desacelerado marginalmente en los últimos meses.

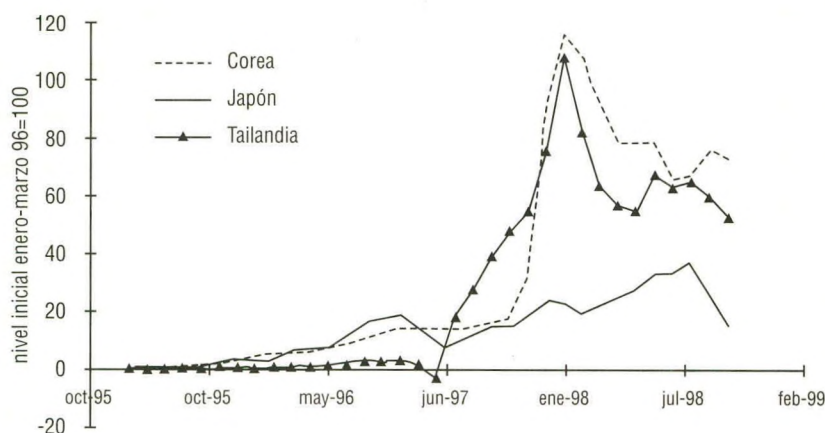
RECUADRO 1

Cronología de una Crisis: el Sudeste Asiático en 1997-1998.

La crisis financiera internacional se desató en julio de 1997, luego de la devaluación del baht tailandés. Esta medida coincidió con la petición de ayuda por parte del gobierno de este país a los organismos financieros multilaterales. La decisión de las autoridades tailandesas de dejar caer su moneda ocurrió luego de una serie de ataques especulativos contra el baht, los que fueron infructuosamente resistidos y acarrearón grandes pérdidas para el país mediante la acumulación de contratos de venta de dólares a futuro—las estimaciones reportadas en la prensa en esa fecha apuntaban a una cifra aproximada de US\$25000 millones en contratos a futuro. La generalización de la crisis quedó de manifiesto cuando los demás países de la región, en forma casi inmediata, implementaron medidas cambiarias destinadas a evitar la pérdida de sus reservas internacionales. Así, en un breve período después de las medidas anunciadas por Tailandia, las autoridades de Filipinas, Indonesia y Malasia ampliaron, en mayor o menor grado¹, las bandas de flotación de sus monedas—el peso, la rupia y el ringgit, respectivamente. Corea, sin embargo, no se vio afectada de inmediato con la devaluación del baht tailandés. Así, el won coreano mantuvo una trayectoria descendente ‘suave’, similar a la del yen, hasta el tercer trimestre de 1997. Esta situación cambió abruptamente en los dos últimos meses de 1997,

cuando el won coreano llegó a perder más de la mitad de su valor respecto del dólar norteamericano como consecuencia de la flotación permitida por las autoridades a mediados de noviembre (ver figura). Durante este período las reservas internacionales del país disminuyeron en aproximadamente US\$10000 millones, lo que corresponde a un tercio de su *stock* inicial. La situación anterior se vio acompañada de sucesivas bajas en los rating de evaluación de riesgo de las empresas asiáticas e intervenciones estatales en numerosos bancos y entidades financieras, especialmente en Tailandia e Indonesia.

Por otra parte, la persistente caída de los precios de algunos productos básicos de exportación²—*commodities*—ha sido un factor que ha agudizado la situación de las economías asiáticas en crisis, y ha tenido incidencia en el deterioro de los fundamentales de otros países con mercados emergentes. Tal es el caso, por ejemplo, de Brasil, Chile, Ecuador, Venezuela y Rusia. Así, con la excepción de Chile y Ecuador entre estos países—este último principalmente por su tamaño pequeño en relación con la economía mundial—la extensión de la crisis hacia otras economías ha llegado a transformar a éstas en focos de riesgo para sus respectivas regiones. De hecho, durante los últimos meses la comunidad internacional ha mostrado creciente preocupación por la situación de países como Brasil.

Depreciación Acumulada

El ambiente de desconcierto se vio también exacerbado por eventos políticos. Algunos hechos de importancia fueron la elección de un nuevo líder en Corea del Sur y de un nuevo gobierno en Tailandia, y el conocimiento a fines del año pasado acerca de la deteriorada salud del ex presidente Suharto en Indonesia. Asimismo, la oposición interna a las políticas propiciadas por los organismos multilaterales en algunos de estos países—en particular, en el caso de Malasia e Indonesia frente al Fondo Monetario Internacional³—retrasaron la entrega de ayuda financiera y, por tanto, la implementación de un plan para detener el avance de la crisis.

Otro hecho que ha deteriorado el entorno adverso para las economías asiáticas ha sido la recesión en Japón, la economía más grande de la región. El PIB japonés ha caído por tres trimestres consecutivos desde el último de 1997, estimándose para este año una caída del orden de un 1,7%.⁴ Más grave aún ha resultado el hecho que durante gran parte de este año las autoridades niponas no lograron confeccionar un paquete de medidas para resolver la crisis financiera que les afecta, la que se prolonga por casi una década. Este último elemento ha significado peores perspectivas de recuperación para la región.⁵

Por último, la devaluación del rublo en agosto del presente año, con las consiguientes pérdidas para los inversionistas institucionales de países desarrollados, y la declaración de moratoria (temporal) de la deuda de ese país, afectó una vez más a las economías con mercados emergentes. Este hecho produjo un aumento en la percepción del riesgo para los inversionistas internacionales, lo que llevó a un alza importante en los

spread soberano (o percepción de riesgo-país) para todas las economías emergentes y una reducción en el acceso al financiamiento externo de estas economías.

Cabe destacar que los fenómenos observados en los últimos 18 meses, que se resumen en una caída sostenida en los valores bursátiles de casi todo el mundo, son resultado tanto de fenómenos económicos como políticos. En este sentido, los problemas e incertidumbres políticas que han vivido algunas economías consideradas 'grandes'—en relación con su región—han influido de manera importante en estos resultados. Este ha sido el caso de Corea del Sur, Filipinas, Indonesia y Japón en Asia, y de Brasil en Latinoamérica. En particular, la carencia de gobiernos sólidos (y los consiguientes cambios de gobierno) han jugado un rol importante en agravar la crisis tanto en Rusia como en Japón, pues en estos dos países las políticas económicas necesarias para hacer frente a la crisis han sido postergadas.

¹ Las autoridades ampliaron las bandas de flotación en el caso de Filipinas e Indonesia, mientras que implementaron un sistema de cambio flotante en el caso de Malasia.

² Entre mayo de 1997 y agosto de 1998, el índice de precios de productos básicos (*commodities*) cayó 30%, aproximadamente (Fuente: *The Economist*).

³ En Malasia se intentó poner controles de capital, mientras su primer ministro culpó de la crisis a los inversionistas institucionales (Soros). En Indonesia se trató de establecer un sistema de completa convertibilidad con un patrón fijo, como existe actualmente en Argentina (*currency board*).

⁴ Fuente: *The Economist*.

⁵ Se estima que la cartera morosa o vencida de las instituciones financieras en Japón alcanza a 20% del total de las colocaciones del sistema.

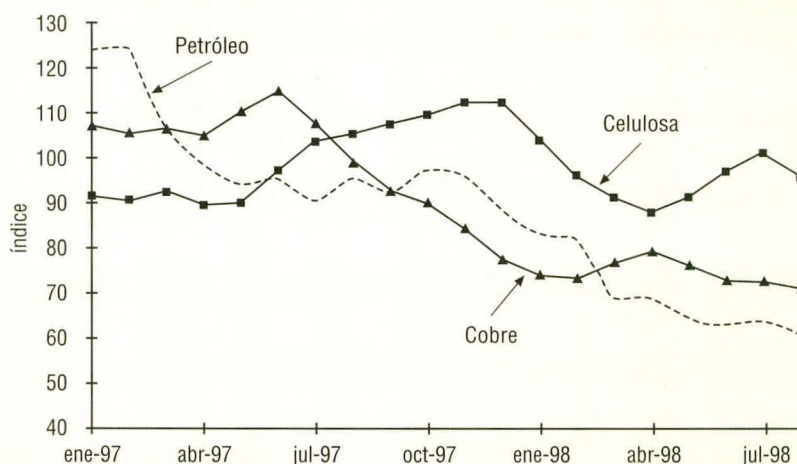
elementos se analizan con mayor detalle en las siguientes secciones del trabajo.

Luego de la crisis mexicana de 1994-1995, los analistas y la prensa especializada hablaban del milagro del sudeste asiático, refiriéndose a Chile como la excepción dentro de América Latina. Esta conclusión se basaba, en parte, en la sólida posición fiscal del país, el alto intercambio comercial con el resto del mundo, y la mantención y sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos. Tres años más tarde, cuando la crisis ha puesto en duda el éxito del modelo asiático, Chile aparece nuevamente como un país cuyas políticas han sido exitosas, poniéndose esta vez mayor énfasis en la solidez de su sistema financiero. Lo anterior

ciertamente no es producto del azar, sino de las políticas y reformas económicas implementadas en Chile en las últimas décadas (Corbo y Fisher, 1995). Este proceso, en el que influyeron de manera importante las lecciones aprendidas durante la crisis de la deuda, ha permitido configurar una economía sólida que, aunque no inmune, puede resistir de mejor forma que en el pasado *shocks* externos de la magnitud observada en los últimos 18 meses. Sin embargo, preservar la solidez de nuestra economía en el largo plazo—de modo que futuros *shocks* externos no se transformen en crisis internas—es un esfuerzo constante que requiere de ajustes en el corto plazo. Los costos de la crisis internacional para la economía chilena en el corto

GRÁFICO 1

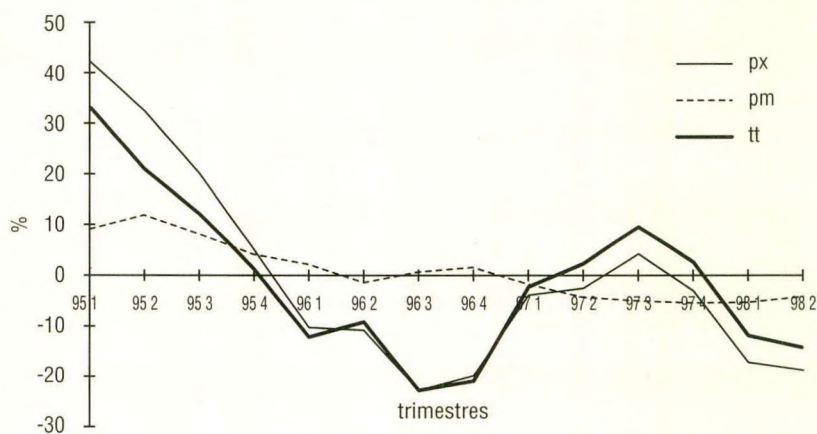
Índices de Precios de Algunos Bienes Primarios



Fuente: Banco Central de Chile

Nota: (*) No se incluye el precio de la harina de pescado, debido a que su comportamiento responde principalmente al Fenómeno del Niño.

GRÁFICO 2

Evolución de los Términos de Intercambio
(variación porcentual respecto del mismo período del año anterior)

Fuente: Banco Central de Chile

plazo dependen, esencialmente, de factores externos. Sin embargo, sus efectos en el mediano y largo plazo dependen, de manera muy importante, de las políticas internas adoptadas para enfrentar la crisis y de como éstas permitan preservar nuestros fundamentos económicos.

Este trabajo analiza los efectos de la crisis internacional sobre nuestra economía, poniendo especial énfasis en los canales de transmisión que operan durante las distintas fases de la crisis, y en la racionalidad y efectividad de las políticas económicas implementadas durante este año para paliar sus efectos. La efectividad de las políticas se juzga en términos de su capacidad para evitar un deterioro en los fundamentos de nuestra economía y, por tanto, evitar una crisis interna en el futuro de alto costo para el país. El trabajo se divide en cinco secciones. La siguiente sección discute algunos conceptos básicos, los que resultan necesarios para entender los distintos mecanismos de transmisión por los cuales la crisis internacional ha afectado al país. Esta sección también discute los fundamentos de la economía chilena, los que ayudan a entender por qué Chile no está en crisis—o la relativa menor intensidad de la crisis en nuestro país comparado con otras economías emergentes. La tercera y cuarta sección cuantifican los efectos de la crisis en nuestro país y, al mismo tiempo, presentan y evalúan un escenario alternativo—hipotético—de lo que posiblemente hubiera ocurrido en caso de no adecuarse

las políticas fiscal y monetaria. Este escenario es hipotético por cuanto no adecuar las políticas fiscal y monetaria no era una alternativa viable. Dada la evolución que ha tenido la crisis internacional durante este año, esto habría llevado a una crisis externa. Finalmente, la última sección discute algunos acontecimientos recientes, los que permitirían augurar un eventual final a la crisis y esperar una lenta recuperación para los países emergentes de Asia en el mediano plazo.

EFFECTOS DE LA CRISIS Y FUNDAMENTOS DE LA ECONOMÍA CHILENA

Efectos de la Crisis en la Economía Chilena: Conceptos Básicos

La crisis asiática se ha extendido a otras regiones principalmente a través de dos canales, uno real y otro financiero.⁴ El primero se refiere al comercio de bienes y servicios, mientras el segundo se refiere a correcciones de precios de activos financieros (acciones y bonos) emitidos por distintos agentes en los mercados emergentes—y también desarrollados—del mundo.

Mercados de Bienes y Servicios

El primer efecto se produce por una menor demanda por bienes y servicios de parte de los países en crisis, la que a su vez se fundamenta en el menor crecimiento económico de éstos y, en algunos casos más extremos, por una reducción en la disponibilidad de crédito para financiar operaciones de comercio exterior. La consecuencia directa de este menor dinamismo en el comercio mundial ha sido una caída en los precios de algunos bienes primarios (*commodities*), lo que ha disminuido los retornos de exportación para muchos países en vías de desarrollo que, como Chile, son exportadores de este tipo de bienes. En el caso de países como Chile y Perú el principal efecto se ha producido a través del menor precio del cobre, mientras que en el caso de Ecuador y Venezuela el principal efecto se ha producido a través del menor precio del petróleo (ver gráfico 1). Cabe destacar que el actual precio del cobre—en términos reales—es el más bajo observado desde la segunda mitad de 1984.

Cabe destacar que, dependiendo de la composición de la canasta de bienes que los distintos países comercian con el resto del mundo, éstos pueden verse también beneficiados por la caída en los precios de aquellos bienes primarios que importan. Este puede ser el caso de países que, como Chile, son importadores netos de petróleo. El efecto neto—beneficio o pérdida—para cada país se refleja en el movimiento de los *términos de intercambio*⁵. En el caso chileno y a pesar de la significativa disminución en el precio del petróleo, los términos de intercambio se han

deteriorado en forma importante desde que comenzara la crisis asiática a mediados de 1997, mostrando una caída de 14.2% entre el segundo trimestre de 1997 e igual período de 1998 (gráfico 2).

Adicionalmente a los cambios en precios de bienes primarios, producto de las grandes devaluaciones de las monedas de las economías en crisis, algunos de los productos exportados por éstas, como automóviles y electrodomésticos, pueden experimentar fuertes caídas en sus precios de venta (medidos en dólares)⁶. Este fenómeno significa un beneficio—mejora en los términos de intercambio—temporal para países que, como Chile, importan bienes no homogéneos desde los países del sudeste asiático cuyas monedas han caído en los mercados mundiales (ver más adelante). Relacionado con el movimiento adverso (o favorable) en los términos de intercambio, los países pueden verse particularmente afectados negativamente si algunos bienes de exportación específicos (no homogéneos) y cuyos mercados de destino eran los países en crisis, no pueden ser recolocados en mercados alternativos. Este puede ser el caso de algunos tipos de salmón chileno producidos especialmente para el mercado japonés.⁷

Mercados Financieros

La crisis asiática ha llevado a una revisión por parte de los inversionistas internacionales—tanto residentes internos como extranjeros—de sus estrategias de inversión en mercados emergentes. En particular, la crisis ha provocado una reevaluación de los riesgos de estas inversiones,

⁴ Esta categorización, si bien es crucial, no implica que el canal financiero no conlleve consecuencias en el sector real—y viceversa. Esto último ocurriría, por ejemplo, si al alterarse el valor de algunos colaterales cambiara la disponibilidad de crédito bancario al sector real—alternativamente, si una menor (mayor) tasa de crecimiento económico lleva a fuertes caídas (alzas) en los precios de algunos activos.

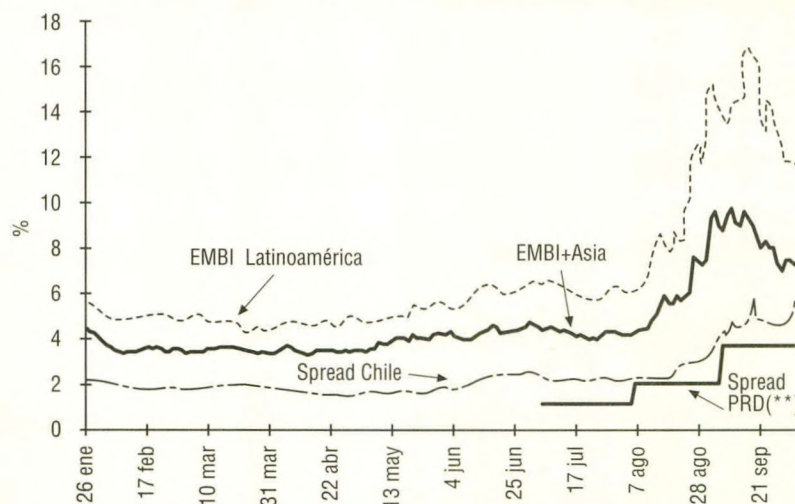
⁵ Este concepto mide el poder de compra de las exportaciones; esto es, cuantas 'canastas' de bienes importados se pueden comprar con la venta de una unidad de bienes exportados.

⁶ Esto ocurrirá si se trata de bienes no homogéneos y cuyo precio no está dictado por el mercado mundial en alguna moneda 'dura' y si, además, las grandes devaluaciones no se traducen en alzas de precios internos en estos países. Este puede ser el caso de bienes manufacturados cuyos precios están dados en moneda local del país de origen.

⁷ Hacemos esta acotación por cuanto el efecto en este caso se refiere, además de a un cambio en precios, a una disminución en los volúmenes exportados.

Spread para Países Emergentes (*)

1998



Notas: (*) Fuente: JPMorgan. EMBI, EMBI+: Índice de spreads soberanos para países emergentes. EMBI Latinoamérica incluye Argentina, Brasil, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. EMBI+ Asia considera Filipinas hasta abril de 1998, luego Corea. El spread de Chile corresponde a un promedio simple de los spreads informados por JPMorgan para bonos de Enersis y Endesa. Spread PRD corresponde a la diferencia entre la tasa de retorno de los PRD a tres años menos la de los bonos del Tesoro Norteamericano de similar madurez.

(**) El PRD se licita una vez al mes, por lo que no se dispone de cifras diarias.

así como a una menor demanda global por activos riesgosos ('menor apetito por riesgo'). Lo anterior ha ocurrido luego de las pérdidas sufridas por los inversionistas en los países asiáticos, situación que se agravó cuando Rusia declaró una moratoria unilateral de su deuda en agosto último (ver recuadro 1).

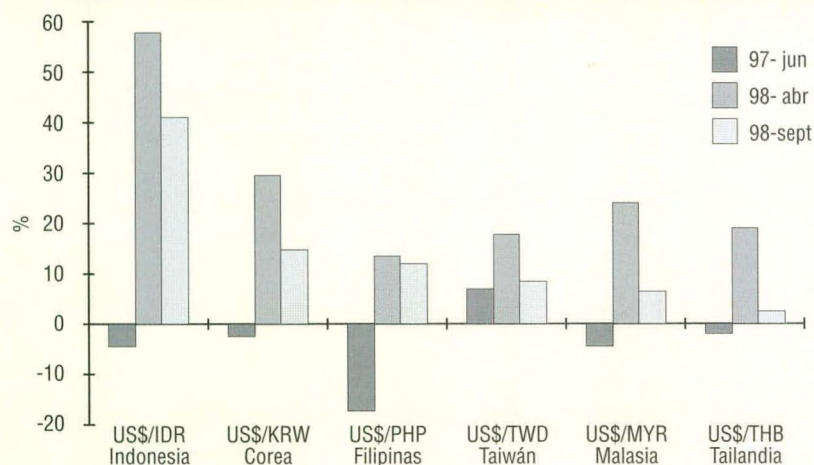
Incluso para países con una situación macroeconómica y financiera sólida, como Chile, el cambio de actitud y las pérdidas sufridas por los inversionistas internacionales ha significado caídas en los precios de sus pasivos internacionales (acciones y bonos), junto con una menor disponibilidad y mayores costos de financiamiento externo, todo lo cual se debe a varios fenómenos relacionados entre sí. En primer término, algunos inversionistas internacionales han debido liquidar parte de sus activos mantenidos en los países más solventes para cubrir las pérdidas incurridas en otros mercados emergentes. En segundo lugar, éstos han rebalanceado sus portafolios hacia activos menos riesgosos, como bonos del tesoro norteamericano. En tercer término, han comenzado a exigir un mayor retorno por mantener posiciones en activos más riesgosos, lo que se ha visto reflejado en un aumento de los premios por riesgo-país exigidos a todos los títulos emitidos por agentes en los mercados emergentes (y también a algunos títulos de deuda emitidos por empresas en EE.UU.).

⁸ La comparación presentada en el gráfico 3 es válida—conservadora—porque la serie utilizada para Chile representa una sobrestimación del spread soberano (incluye riesgo-país más el riesgo específico a las empresas emisoras de los títulos de deuda).

⁹ Estos efectos pueden ser diferentes para distintos países dependiendo de si éstos deben contratar nueva deuda (la que tendría un mayor costo), o simplemente servir compromisos contraídos con anterioridad a la crisis (servicio que pasaría a tener un menor costo si éstos son a tasa flotante).

Todo lo anterior ha implicado una importante disminución en la entrada neta de capitales privados a países como Chile. Esta disminución es el resultado de un menor flujo *global* hacia todos los países emergentes, el que se ve parcialmente compensado (o acentuado) por una reasignación de cartera hacia aquellos países menos riesgosos. Este efecto ocurre principalmente en aquellos flujos que son más sensibles a variaciones en los premios por riesgo-país y tasas de interés, tales como la inversión de cartera y los créditos bancarios. Lo anterior también ha implicado un aumento en el costo del financiamiento externo, el que a su vez se debe a que los inversionistas perciben mayor riesgo en los mercados emergentes. Sin embargo, cabe destacar que este último efecto ha sido menor en el caso de Chile que en otros mercados emergentes (ver gráfico 3)⁸. Además, este último efecto puede verse parcialmente compensado por un descenso en las tasas de interés internacional, el que se produce por la migración de los capitales internacionales hacia mercados más desarrollados e instrumentos más seguros. Por ejemplo, la tasa de los bonos del tesoro de EE.UU. a tres años plazo ha caído, entre junio de 1997 y octubre de este año, aproximadamente 190 puntos base, de 6.2% a 4.3% por año.⁹

Subvaloración del Tipo de Cambio de las Economías Asiáticas



Fuente: Goldman Sachs: Emerging Markets Biweekly

Otros Beneficios Potenciales

Un tercer efecto de la crisis se refiere a las grandes depreciaciones sufridas por las monedas de los países asiáticos en crisis—y en menor grado Japón¹⁰—y su impacto sobre la inflación externa relevante para Chile. En la medida que la pérdida de valor de las monedas de estos países se traduce en una menor inflación ‘importada’ (menores precios de nuestras importaciones en dólares) y ésta, a su vez, en una menor inflación interna, existen beneficios potenciales para Chile. La menor inflación externa puede ayudar al proceso de reducción de la inflación interna, lo que llevaría a crear un ambiente más favorable para alcanzar las metas establecidas por el Banco Central. Así, en el margen, una menor inflación internacional permitiría relajar el programa de ajuste establecido por la autoridad para estos fines.

Es conveniente señalar que el efecto final de las depreciaciones de estas monedas sobre la inflación en Chile dependerá de la combinación de varios elementos, en especial: (i) el grado en que las depreciaciones nominales de las monedas asiáticas se transformen en depreciaciones reales y no en inflación en esos países; (ii) el grado en que estas depreciaciones reales se transformen en menores precios de exportación (medidos en dólares), lo cual depende de si los bienes en cuestión son del tipo *commodities* o son bienes diferenciados¹¹; y (iii) la participación relativa de las importaciones desde Asia en la canasta de bienes importados por Chile y la participación de estos bienes en

la canasta de consumo final (insumos intermedios) de los consumidores (productores) nacionales. Sobre los puntos (ii) y (iii) cabe señalar que durante 1996-1997 las importaciones desde Asia alcanzaron, en promedio, sólo al 15.7% de nuestras importaciones totales, y de éstas sólo 2.0% fueron *commodities*. Por lo tanto, si bien la participación de las importaciones asiáticas es pequeña, la alta ponderación de productos manufacturados no homogéneos implica que

Chile podría verse beneficiado de una menor inflación externa como resultado de estas devaluaciones (ver tercera sección).

Sin embargo, parte del efecto de las depreciaciones de las monedas asiáticas sobre la inflación interna puede reflejarse en movimientos compensatorios de nuestro tipo de cambio, a través de la regla cambiaria actualmente en uso para determinar la trayectoria del dólar acuerdo.¹² Así, en un contexto como el chileno, donde existe una regla para la trayectoria del tipo de cambio nominal, una menor inflación externa *efectiva* permitiría bajar la inflación interna sólo si aquella es menor a la considerada para la fijación de dicha regla cambiaria. Este mecanismo de ajuste y su implicancia para la inflación interna se explica en mayor detalle en el recuadro 2.

Por último, cabe destacar que la menor inflación importada, producto de la devaluación de las monedas asiáticas, es un fenómeno transitorio. Esto, por cuanto la recuperación de estas economías en el mediano plazo llevará a aumentos en los precios (en dólares) de los bienes exportados por ellas—o alternatively, a una apreciación real de sus monedas. Lo anterior se

¹⁰ Entre junio de 1997 y agosto de 1998 el yen se depreció 26% respecto al dólar norteamericano, aunque esta tendencia se ha revertido en los meses más recientes (ver gráfico en recuadro 1).

¹¹ Ver nota 6.

¹² El tipo de cambio acuerdo—o centro de la banda cambiaria—se deprecia de acuerdo a una regla donde se resta de la inflación interna un valor constante, el que corresponde a una estimación de inflación externa. Así, para una inflación interna dada, una menor inflación externa se traduce en una mayor tasa de devaluación del peso respecto al dólar (ver recuadro 2).

RECUADRO 2

El efecto de la Inflación Externa sobre la Inflación en Chile

Los efectos sobre la inflación interna de la deflación internacional y su interacción con la regla cambiaria existente en Chile, se pueden analizar a través de las siguientes dos ecuaciones que representan en términos analíticos (1) la trayectoria seguida por el centro de la banda cambiaria—dólar acuerdo—, y (2) los distintos componentes de la inflación interna. Según se ve de estas dos ecuaciones, el dólar incide en la inflación interna a través del precio de los bienes transables—aquellos cuyo precio está dado por los mercados internacionales. Esto se expresa en las ecuaciones (1) y (2) que siguen.

$$(1) \quad \dot{c}_t = \pi_{t-1} - \pi^* - \phi$$

$$(2) \quad \pi_t = \alpha \pi_t^{NT} + (1 - \alpha)(\dot{c}_t + \pi_t^{US})$$

donde,

- α y $(1 - \alpha)$ reflejan la participación de los bienes no transables y transables en la canasta de consumo usada para el cálculo del IPC, respectivamente;

- π_t y π_{t-1} son la tasa de inflación interna—medida a través de las variaciones en el índice de precios al consumidor, IPC—en los periodos t y $t-1$ respectivamente;

- π^* es la tasa de inflación externa considerada por el Banco Central para el cálculo de la evolución en el tiempo del tipo de cambio acuerdo (o centro de la banda cambiaria);

- π_t^{US} es la tasa de inflación externa efectiva ‘importada’ por el país;

- π_t^{NT} es la tasa de inflación de los bienes no transables de nuestra economía;

- $\dot{c}_t$ es el cambio porcentual en el tipo de cambio acuerdo;

- ϕ es una constante que refleja ganancias en productividad,

y donde el segundo término de la ecuación (2) representa la inflación que experimentan los bienes transables de nuestra economía.¹ Reemplazando (1) en (2) implica que la inflación evoluciona según la siguiente ecuación:

$$(3) \quad \pi_t = \alpha \pi_t^{NT} + (1 - \alpha) \pi_{t-1} + (1 - \alpha)(\pi_t^{US} - \pi^*) - (1 - \alpha) \phi$$

donde el último término del lado derecho es una constante, el que se puede asumir cero para el análisis (como de hecho lo es desde mediados de septiembre luego de las últimas medidas implementadas por el Banco Central) y donde los dos primeros términos de la ecuación son de origen estrictamente interno. Se verifica de (3) que una menor inflación externa (deflación) ayudará a reducir la inflación interna en la medida que la inflación ‘importada’ efectiva, π_t^{US} , sea menor a aquella considerada en el cálculo de la evolución del dólar acuerdo, π^* —sólo si el tercer término de la ecuación se hace negativo.

La ecuación (3) pone de manifiesto también la importancia de la meta de inflación en Chile. Dado que en el mediano plazo la inflación de los bienes no transables, π_t^{NT} , tiende a ser similar a la inflación total, π_t , es claro de (3) que la inflación está indeterminada en el mediano plazo si no se fija el valor de alguno de los elementos que componen dicha ecuación—si no se cuenta con una ‘ancla’ nominal. Al determinar el valor futuro de la inflación, la meta fijada por la autoridad representa esa ‘ancla’—en términos de la ecuación (3), ésta se refleja en darle un valor exógeno a alguno de los dos primeros términos del lado derecho de la ecuación.²

¹ Esta formulación supone válida la ley de un solo precio en su forma débil. Por simplicidad hemos supuesto también que la variación del dólar relevante para la determinación del precio de los bienes transables es idéntica a la que experimenta el dólar acuerdo. Usar la variación efectiva del dólar en el mercado—por ejemplo medida a través de las variaciones del dólar observado—no altera las conclusiones más importantes del análisis (sólo agregaría un elemento aleatorio a la ecuación (3) que se analiza, cuya volatilidad depende del ancho de la banda cambiaria).

² Hasta antes de las medidas implementadas en septiembre último, la meta de inflación era una guía para la fijación de salarios y los precios de otros bienes no transables. Esto equivalía a predeterminar π_t^{NT} en la ecuación (3). Desde mediados de septiembre la meta de inflación se usa también para determinar la trayectoria del dólar acuerdo—se reemplaza en el primer término del lado derecho de la ecuación (1). Esto equivale a reemplazarla en el segundo término de la ecuación (3).

puede aseverar porque el atraso cambiario (o grado de apreciación real) de las economías asiáticas era, antes de la crisis, muy inferior a las correcciones que

se han observado en sus tipos de cambio en el último año, lo que ha llevado a una subvaloración de sus monedas (ver gráfico 4). Durante este período de ajuste de los tipos de cambio subvaluados de Asia hacia sus valores de equilibrio—períodos de apreciación real—los precios en dólares de las importaciones chilenas desde Asia tenderán a aumentar (en ese período Chile importará mayor inflación externa).¹³

¹³ Cabe destacar que luego de las grandes devaluaciones observadas entre julio y diciembre de 1997, las monedas de Corea, Malasia y Tailandia comenzaron a apreciarse respecto al dólar. En Indonesia este proceso comenzó recién en julio de este año, mientras que en Filipinas no se observa aún una tendencia clara en este sentido.

TABLA 1
Indicadores de Liquidez y Vulnerabilidad Externa

	Deuda de CP más Amortizaciones (% de las reservas)	Intereses ⁽¹⁾ (% de X)	Reservas (% de M2)	Deuda Externa ⁽¹⁾ (% del PIB)	Deuda Externa ⁽¹⁾ (% de X)
América Latina ^(*)	110.5	16.0	43	42.8	241.8
Asia ^(**)	164.3	6.5	20	65.1	111.5
Chile	21.0	6.0	53	38.0	139.0

Notas:

X: Exportaciones totales

^(*) América Latina incluye: Argentina, Brasil, Ecuador, México, Perú, Venezuela.

^(**) Asia incluye: China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia.

⁽¹⁾ Proyección para 1998. Fuente: JP Morgan. Septiembre.

En suma, los posibles beneficios para Chile que se derivan de una menor inflación internacional, producto de la pérdida de valor de las monedas asiáticas en el último año, son moderados por cuanto, por una parte, conllevan una revisión al alza de las tasas de devaluación del peso frente al dólar y, por la otra, tenderán a revertirse en el mediano plazo.

Fundamentos de la Economía Chilena

La magnitud de los efectos de la crisis asiática sobre Chile depende de manera importante de las fortalezas de su economía. En esta sección se presenta una descripción de los principales fundamentos de la economía chilena, que nos permitirían enfrentar de mejor manera esta crisis que otros países. Los sectores a analizar son: externo, financiero y bancario, y público y real de la economía.

Sector Externo

La tabla 1 (últimas dos columnas) presenta la deuda externa, medida como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) y de las exportaciones, para Chile y el promedio de las principales economías latinoamericanas y asiáticas. Usando el primer indicador, deuda externa sobre PIB, se concluye que Chile mantiene una posición más favorable que los demás países emergentes. Del segundo indicador, deuda externa sobre exportaciones netas, se desprende que Chile se encuentra en una posición más favorable que el promedio de América Latina. En este caso, Asia exhibe una posición similar a Chile por la relativa mayor importancia de las exportaciones en las

economías emergentes asiáticas.

En la misma tabla se presentan otros tres indicadores de liquidez y vulnerabilidad externa. El primer indicador corresponde a las necesidades de financiamiento externo de corto plazo del país (primera columna), expresado como porcentaje de las reservas internacionales, el segundo indicador corresponde al pago de intereses al exterior como porcentaje de las exportaciones (segunda columna), y el tercero (tercera columna) al porcentaje de dinero más cuasidinero (M2) que es cubierto por las reservas internacionales. Todos estos indicadores muestran una situación para Chile más favorable respecto de los promedios observados para Asia y América Latina¹⁴.

En el gráfico 5 se presentan los meses de importaciones que sería posible financiar con el *stock* de reservas internacionales que poseen los países seleccionados. Para los meses de julio, agosto y septiembre de este año, Chile ha mantenido una posición que supera al promedio latinoamericano y al asiático. Para el mes de septiembre la cifra para Chile asciende a 10.8 meses de importaciones, mientras que para América Latina y Asia esta cifra corresponde a 5.9 y 5.2 meses respectivamente.

Otro indicador externo de importancia lo constituye el déficit en cuenta corriente. La meta en el mediano plazo para Chile es alcanzar un déficit entre 4 y 5%

¹⁴ Para efectos del análisis comparativo se utilizarán cifras de JPMorgan para todos los países seleccionados. En caso contrario se especificará la fuente.

del PIB¹⁵. La crisis internacional nos encontró con un déficit en cuenta corriente de 5.3% en 1997, algo superior al deseable, debido al elevado aumento del gasto agregado en el contexto del ciclo expansivo en el que se encontraba la economía chilena. Las políticas monetaria y fiscal restrictivas tomadas durante este año han estado dirigidas a corregir este desequilibrio y, así, acercarnos hacia el rango considerado razonable para el equilibrio de largo plazo de la economía. En resumen, con excepción del déficit en cuenta corriente, que constituye un elemento de fragilidad de nuestra economía, los restantes indicadores externos reflejan una gran fortaleza de la economía chilena.

Sistema Financiero

Chile exhibe la mejor clasificación en Latinoamérica con relación a la fortaleza del sistema bancario (gráfico 6). La regulación y supervisión bancaria del país contribuyen de manera importante a la positiva percepción externa sobre nuestro sistema bancario.

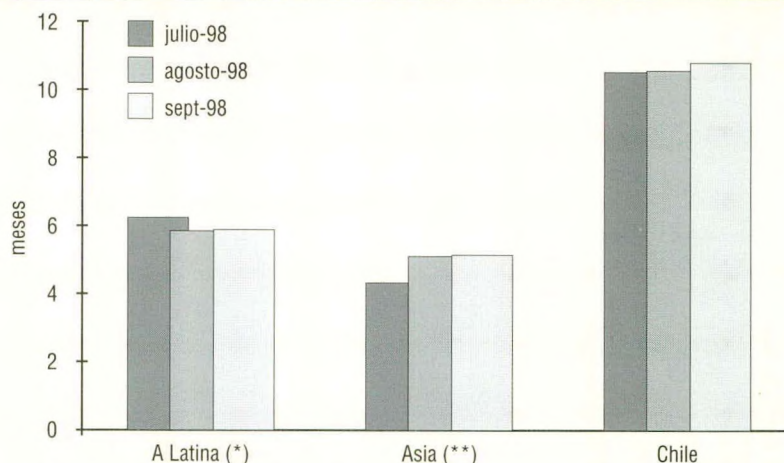
Otro indicador fundamental que mide la solvencia del sistema financiero es la razón de cartera vencida sobre el total de colocaciones. Al comparar este indicador para un conjunto de bancos en países

¹⁵ BCCh, Informe al Senado 1998.

¹⁶ Las diferencias metodológicas en el reconocimiento de los préstamos morosos hacen difícil la comparación entre países. Por eso este indicador debe interpretarse en conjunto con el mostrado en el gráfico 6.

GRÁFICO 5

Meses de Importaciones



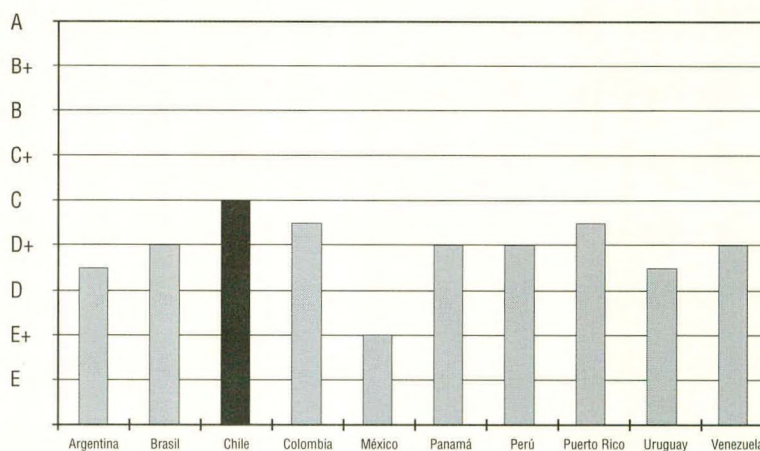
Notas: (*) América Latina incluye: Argentina, Brasil, Ecuador, México, Perú, Venezuela.

(**) Asia incluye: China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia.

Fuente: (1) Chile: BCCh; (2) JP Morgan.

GRÁFICO 6

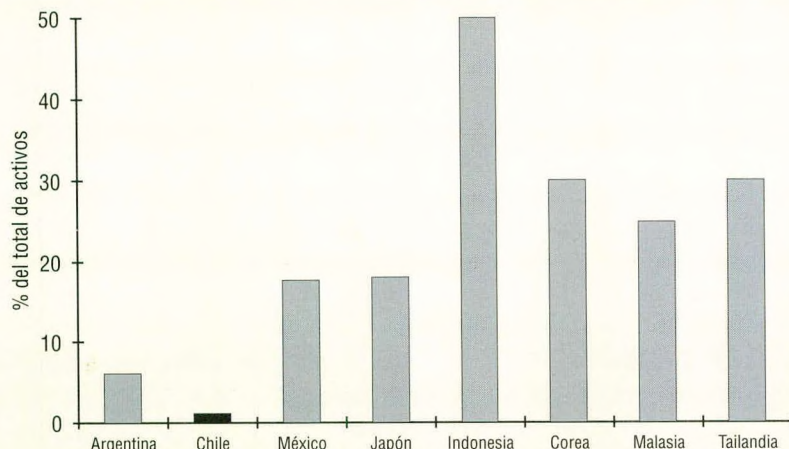
Fortaleza del Sistema Bancario para América Latina (mayo 1998)



Fuente: Moody's Investors Service. El rating va de A (más fuerte) a E (menos fuerte).

emergentes latinoamericanos y asiáticos, se observa claramente que éste es favorable para los países latinoamericanos en general y para Chile en particular, ya que el porcentaje de cartera vencida sobre el total de colocaciones es claramente el menor (ver gráfico 7)¹⁶. En el gráfico 8 se presentan indicadores de capitalización para un conjunto de sistemas bancarios de países emergentes. Puede verse que la posición chilena no es significativamente distinta a las de Argentina y México.

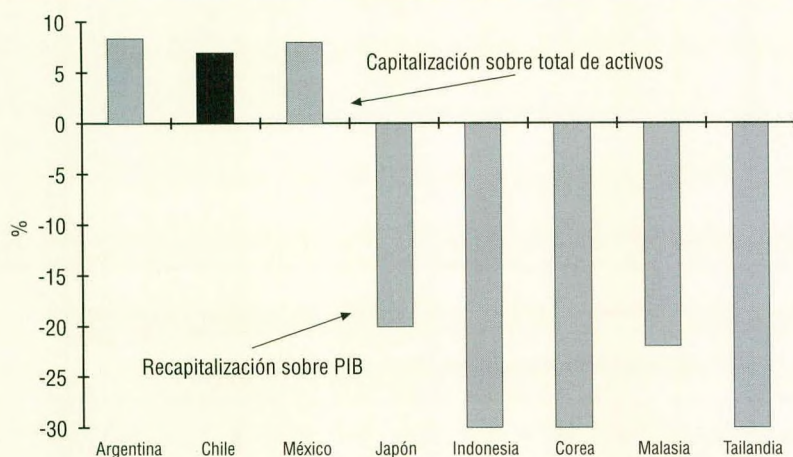
Cartera Vencida (*) (**) (al tercer trimestre de 1998)



Notas. (*) La muestra representa 16.6% del mercado para Argentina, 100% para Chile y 61,3% para Brasil. (**) Fuentes: (1) Chile: SBI, julio 1998. (2) América Latina: Goldman Sachs, septiembre 1998. (3) Asia: JP Morgan, julio 1998.

GRÁFICO 8

Capitalización de Sistemas Bancarios (*) (**) (al tercer trimestre de 1998)



Notas. (*) La muestra representa 16.6% del mercado para Argentina, 100% para Chile y 61,3% para Brasil. (**) Para los países asiáticos la recapitalización mide el monto de capital necesario para restaurar el 8% de capitalización sobre activos. El coeficiente de capitalización no está corregido por riesgo. Fuentes: (1) Chile: SBI, julio 1998. (2) América Latina: Goldman Sachs, septiembre 1998. (3) Asia: JP Morgan, julio 1998.

Sectores Público y Real

Las finanzas públicas han tenido una evolución positiva durante los noventa. Se han visto fortalecidas gracias al adecuado y responsable manejo de la política fiscal, lo que se ha reflejado en la mantención permanente de superávit corrientes y globales del

gobierno central. Es así como la deuda pública del gobierno general ha ido disminuyendo notablemente, adquiriendo el ahorro público un rol cada vez mayor en el financiamiento de la inversión y en el ahorro nacional. La tasa de ahorro público ha promediado el 4.7% del PIB durante esta década¹⁷. Para 1998 la deuda pública chilena se ubicaría en torno al 40% del PIB, mientras que para el promedio de América Latina, ésta alcanzaría a 50.9%¹⁸. Por otro lado, Chile es el único país que proyecta un superávit fiscal para 1998, mientras que en promedio Asia y América Latina proyectan déficit para este año de $\pm 3.0\%$ y $\pm 5.0\%$, respectivamente¹⁹.

En lo que respecta al sector real, cabe destacar la alta tasa de crecimiento del PIB alcanzada durante la última década—7.9% promedio anual para el período 1988-1997²⁰. En el gráfico 9 se presenta una descomposición de las tasas de crecimiento para

¹⁷ (Dipres, 1998).

¹⁸ América Latina incluye Argentina, Brasil, Ecuador, México, Perú y Venezuela. Fuente: Goldman Sachs, septiembre 1998. La cifra para Chile incluye la deuda del BCCh. La deuda pública total del gobierno

central para 1998 se estima en 12.8% del PIB (Dipres, 1998).

¹⁹ América Latina incluye Argentina, Brasil, Ecuador, México, Perú y Venezuela. Asia incluye China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán y Tailandia. Fuente: Goldman Sachs, septiembre 1998.

Para Chile, el superávit del gobierno central proyectado para 1999 es de 0.4% del PIB. Para el período 1990-1997, el superávit promedio es de 1.9% (Dipres, 1998).

²⁰ Fuente: Anuario de Cuentas Nacionales, BCCh (1997).

un conjunto de países latinoamericanos, con la contribución del trabajo, del capital, y de la productividad total de factores al crecimiento promedio de cada país. En el caso chileno la contribución de la productividad agregada está entre las más altas de la región.

La suma de los factores anteriormente expuestos sitúa a Chile en una posición privilegiada en comparación con otros países emergentes, lo que se ve reflejado en dos indicadores clave. En primer lugar, el riesgo país asociado a nuestra economía es el menor de toda Latinoamérica según las clasificaciones hechas por las agencias internacionales más importantes (ver tabla 2). En segundo lugar, el retorno exigido a los pasivos emitidos por entidades chilenas es el más bajo entre todas las economías emergentes. Esto se refleja en el gráfico 3, que muestra los *spread* soberanos para un grupo de países latinoamericanos y asiáticos²¹.

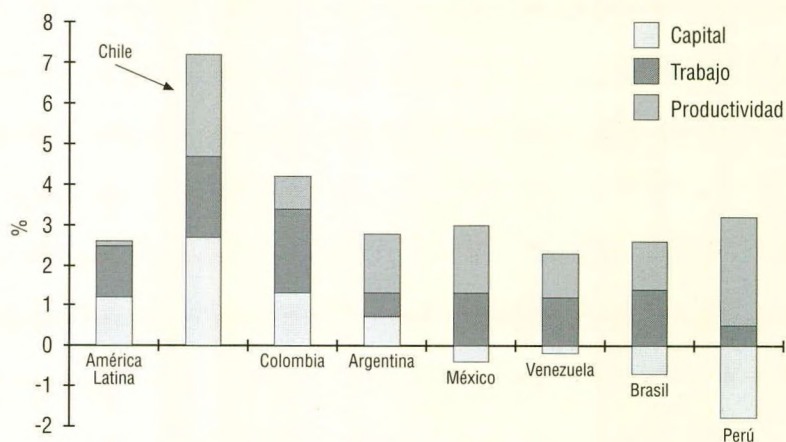
²¹ Ver nota número 8.

LOS EFECTOS DE LA CRISIS EN CHILE

Los efectos de la crisis asiática en Chile durante este año, en sus partes real y financiera, se han visto reflejados a través de los distintos componentes de la balanza de pagos. En esta sección intentamos, por una parte, cuantificar estos efectos y, por la otra, simular lo que hubiera ocurrido si no se implementan los cambios de política fiscal y

GRÁFICO 9

Descomposición del Crecimiento Económico en América Latina (*) (1987- 1996)



(*) Fuente: Morgan Stanley Dean Witter Research, octubre 1997.

TABLA 2

Clasificaciones de Riesgo Asociadas a Países Latinoamericanos(*)

Moody's	Aaa	Aa1	Aa3	...	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	...	Caa	C
	Japón	Singapur	Taiwán			Chile	Colombia Malasia	Filipinas Corea Tailandia		Argentina Perú		Brasil Venezuela	Ecuador Indonesia			
S&P	AAA	AA+	AA-	...	A-	BBB+	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	...	CCC+	C
	Japón Singapur	Taiwán				Chile	Colombia Malasia Tailandia	Filipinas Corea	Argentina Perú	Brasil	Venezuela				Indonesia	

Nota: (*) La clasificación empeora de izquierda a derecha bajo ambos índices. Cada columna de la tabla representa clasificaciones comparables bajo ambos índices.

Fuente: Bloomberg, 23 de octubre de 1998.

monetaria ocurridos en 1998. Todos los resultados relevantes se presentan en la tabla 3. Es importante señalar que, como anticipáramos en la introducción, el ejercicio de simulación tiene solamente fines ilustrativos y no representa una opción válida. Esto es así porque el desequilibrio entre gasto y producto que se vislumbraba a comienzos de año era difícilmente financiable, y más temprano que tarde hubiese desencadenado una crisis externa.

El deterioro en los precios de los bienes exportados por Chile ha significado menores ingresos por una cifra de a lo menos US\$2350 millones, lo que equivale aproximadamente a 3% del producto interno bruto estimado para este año²² (ver segunda y tercera columna de la tabla 3). Cabe destacar que más del 60% de esta caída en los retornos de exportación se

²² El cálculo por la pérdida en términos de intercambio se presenta en forma rigurosa más adelante.

TABLA 3
Proyecciones para 1998

	1997 (efectivo)	Escenario Inicial ⁽¹⁾ septiembre 1997	1998 (proyecciones) Escenario Actual ⁽²⁾ septiembre 1998	Escenario Hipotético Alternativo ⁽³⁾
Proyecciones Macroeconómicas				
Crecimiento del PIB (%)	7.1	6.5 - 7.0	± 5.0	± 6.0
Crecimiento del Gasto (%)	9.5	—	± 5.5	± 7.1
Inflación Anual, IPC (%)	6.0	± 4.5	± 4.5	± 5.7
Balanza de Pagos (millones de dólares)				
Exportaciones FOB	16923	17850	15500	
- Cobre	7156	7149	5689	
Importaciones FOB	-18218	-19200	-18600	-18950
Saldo Cta Corriente	-4057	-3700	-5150	-5500
- % PIB	-5.3	-4.0	-6.8	-7.4
Precio cobre (¢/lb.)	103.3	96.0	76.4	
Efecto precio cobre		544	1460	
- % PIB			1.9	
Inversión Extranjera				
- Directa del exterior	5417	3000	4700	
- Directa al exterior	-1950	-1300	-2050	
- Inversión de cartera	2370	1400	-250	
Otros capitales				
- Desembolsos	6173	5900	6450	
- Amortizaciones	-2812	-2500	-2100	
- Otros Capitales	-86	0	-250	
- Capitales de corto plazo	-1683	400	-4000	
Saldo Cta. Capitales	7430	6900	2500	
Saldo Balanza de Pagos	3209	3200	-2877	

Notas: ⁽¹⁾ Corresponde a las proyecciones hechas en septiembre de 1997 y reportadas en el informe al Senado de esa fecha, las que no incorporaban los efectos potenciales de la crisis asiática.

⁽²⁾ Corresponde al escenario presentado en el Informe al Senado de septiembre de 1998, que incorpora las políticas implementadas como respuesta a la crisis asiática.

⁽³⁾ Corresponde a proyecciones en el escenario hipotético alternativo para 1998, bajo el cual se supone la no intervención por parte de las autoridades económicas.

Fuentes: ⁽¹⁾ Banco Central: Informe al Senado (1997) y (1998), Boletín Mensual (varios números); ⁽²⁾ Cálculo de los autores.

explica por un menor precio del cobre, el que cayó 20 centavos respecto de lo que se estimaba, en septiembre de 1997, sería el precio promedio para 1998.²³

Por otra parte, las importaciones de bienes se espera crecerán durante 1998 en menos de lo que hace aproximadamente un año se proyectaba sería su crecimiento—2.1% frente a 5.4%. Lo anterior ha sido el resultado de dos factores; por una parte, un mayor volumen de algunas importaciones (producto de su menor precio), y, por la otra, un menor crecimiento económico del que se proyectaba en septiembre de 1997. Este último factor depende en parte de las políticas económicas aplicadas en el transcurso del año.

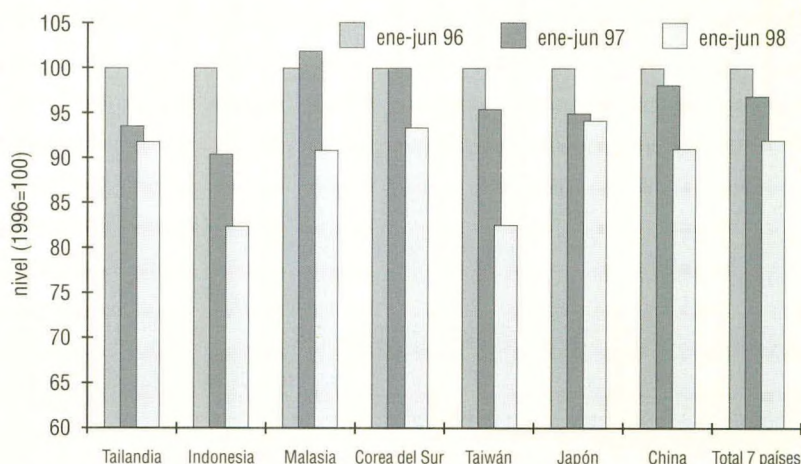
El primero de los dos factores anteriores ha sido el resultado de los menores precios de las importaciones provenientes de los países en crisis. Según se aprecia en el gráfico 10a, entre el primer semestre de 1996 e igual período de 1998, los precios de las importaciones desde Asia han caído en promedio 8% (la caída de estos precios alcanzó a 5% entre el primer semestre de 1997 y el primer semestre de 1998). Las mayores caídas de precio han ocurrido en el caso de los bienes provenientes de Indonesia y Taiwán (China). Consecuente con este desarrollo, las cantidades importadas aumentaron

²³ Cabe destacar que las estimaciones de septiembre de 1997 ya consideraban un precio del cobre algo menor—7%—al que existió como promedio ese año.

²⁴ Las cifras reportadas se refieren al promedio de los siete países identificados en el gráfico.

GRÁFICO 10a

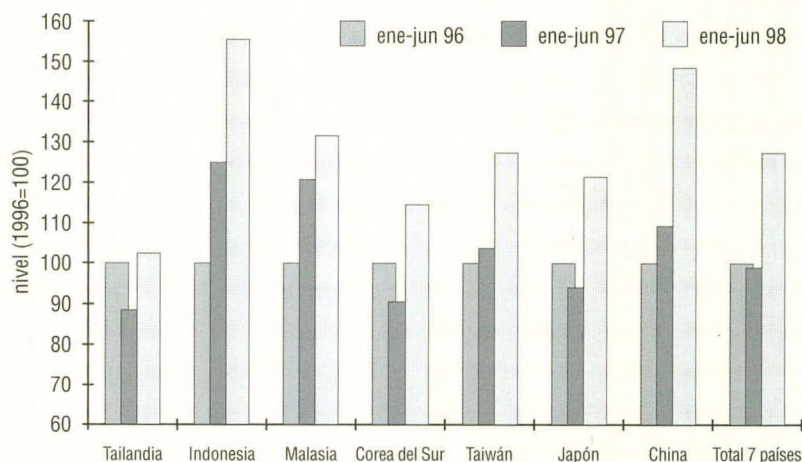
Índices de Precios de Importaciones de Chile por Países de Origen



Fuente: Cálculo de los autores.

GRÁFICO 10b

Índices de Volúmenes de Importaciones de Chile por Países de Origen



Fuente: Cálculo de los autores.

aproximadamente 28% en promedio, entre el primer semestre de 1997 e igual período de 1998²⁴ (gráfico 10b). Los mayores aumentos correspondieron a las importaciones desde Indonesia y China. Es importante destacar que las importaciones desde China han aumentado—y su costo disminuido en alrededor de 9%—a pesar que este país no ha devaluado su moneda, cosa que sí ha ocurrido en las otras economías de la región.

El segundo factor que explica el comportamiento de las importaciones durante 1998 es el menor crecimiento

TABLA 4

Pérdidas Asociadas a la Variación en los Precios de Bienes Importados y Exportados (como % del PIB de 1998)

Exportaciones %		Importaciones %		Pérdida Neta %
Cobre	Resto	Petróleo	Resto	
2.8	0.8	-0.7	-1.0	1.9

Fuente: cálculo de los autores

económico, el que se debe en parte a las políticas de ajuste aplicadas durante este año por las autoridades fiscal y monetaria. Sobre el particular, cabe señalar que la crisis de Asia y el ajuste económico redujeron el crecimiento del producto interno bruto en 1998 entre 1.5 y 2.0 puntos porcentuales. Esto se concluye de comparar las proyecciones macroeconómicas hechas en septiembre de 1997 con aquellas realizadas un año más tarde (ver segunda y tercera columna en tabla 3)²⁵. De esta caída, entre 1/2 y 1 punto porcentual se puede explicar por la crisis misma, mientras que ± 1 punto porcentual se debe al programa de ajuste fiscal y monetario. Esta conclusión se extrae al realizar el ejercicio de simulación descrito con anterioridad, esto es, estimar lo que hubiera ocurrido en nuestra economía si las autoridades no hubiesen intervenido (ver última columna en tabla 3). En lo referente a las importaciones, éstas hubiesen crecido durante 1998 en 4%—en vez del 2.1% estimado para este año—si las autoridades no hubiesen intervenido, superando en aproximadamente US\$350 millones el nivel que se estima alcanzarán hacia fines de 1998. Alternativamente, de no mediar el proceso de ajuste implementado por las autoridades, el déficit de la cuenta corriente hubiese alcanzado a los US\$5500 millones, o lo que es lo mismo, a $\pm 7.4\%$ del producto interno bruto.²⁶ Este resultado muy posiblemente hubiese restringido drásticamente las posibilidades de financiamiento externo del país en 1999.

La pérdida de ingreso para el país, producto de las variaciones en los términos de intercambio, se obtiene de valorar las exportaciones e importaciones estimadas para 1998, a los precios vigentes en 1997. De este ejercicio se concluye que la caída en el precio de los bienes exportados significó una pérdida de $\pm 3.6\%$ del PIB, mientras que la ganancia asociada al efecto de los menores precios de importaciones ascendió a $\pm 1.7\%$ del PIB en 1998. Así, la pérdida neta para el país originada en la disminución de los términos de intercambio durante este año alcanzó a $\pm 1.9\%$ del PIB. Los resultados se presentan en la tabla 4.

En lo referente a los efectos de la crisis asiática sobre la cuenta de capitales, cabe destacar que ésta afectó principalmente a los flujos de corto plazo y a la inversión de cartera—acciones y bonos—, que son precisamente los más sensibles a fluctuaciones de corto plazo en tasas de interés y percepciones de riesgo-país. Así, mientras los flujos de corto plazo se cree incrementarán su salida hacia el exterior en

casi 140% con respecto al año anterior, la inversión de cartera se espera pasará de un influjo de capital por US\$2370 millones en 1997, a una salida de capital neta esperada por US\$250 millones. Por otra parte, la inversión extranjera directa neta también se espera sufrirá este año un descenso del orden de 23% con respecto a su nivel del año anterior, pasando de una cifra cercana a los US\$3460 millones en 1997, a sólo US\$2.650 millones este año. En resumen, la crisis asiática ha significado una gran reducción del superávit en cuenta de capitales estimado para este año, llegando éste a sólo un tercio del nivel alcanzado en 1997. En contraste, el déficit en cuenta corriente estimado para 1998 es sólo 27% superior al observado el año pasado.

Existe también un efecto financiero asociado al servicio de los compromisos externos existentes, el cual tiene dos componentes. Por una parte, hay un efecto negativo debido al aumento en el *spread* por el mayor riesgo-país que los inversionistas imputan a las economías emergentes. Por la otra, existe un efecto positivo asociado a la menor tasa de interés internacional (*Libor*) que regirá para la nueva deuda contratada, o aquella contratada a tasa flotante. La tabla 5 muestra los resultados de un ejercicio de simulación que intenta cuantificar estos efectos para Chile. La primera parte de la tabla cuantifica el costo incremental en que el país incurriría si tuviera que refinanciar, en las nuevas condiciones, todos los pagos al exterior que deben realizarse este año (y el próximo). La segunda parte de la tabla cuantifica los efectos que se derivan de mantener deuda de mediano y largo plazo a tasa flotante. Según se puede apreciar, para un monto a refinanciar en 1998 de US\$5217 millones, el efecto neto sería una pérdida de aproximadamente US\$183

²⁵ La conclusión anterior asume implícitamente que todos los cambios en las variables relevantes entre ambas fechas han sido producto, directa o indirectamente, de la crisis asiática.

²⁶ El comportamiento de las exportaciones se considera exógeno a las variables de política y se basa en datos (encuestas) sectoriales.

millones, de los cuales US\$209 millones corresponden a la pérdida por un mayor riesgo-país y US\$26 millones a la ganancia por una menor tasa *libor* (para 1999 se repite el ejercicio sumando a la deuda que vence ese año el monto que se refinanció durante 1998). En relación con la deuda externa que se ha contraído a tasa variable, ésta implica un ahorro para el país de aproximadamente US\$81 millones este año y US\$72 millones el próximo.

Si bien resulta difícil cuantificar qué hubiera ocurrido con los flujos de capital privado hacia el país de no mediar las políticas de ajuste implementadas por las autoridades, es posible argumentar que dichos ajustes han evitado una mayor salida de capitales por cuanto han ayudado a evitar un deterioro en los fundamentales de nuestra economía. Esto es así por cuanto la mantención de los equilibrios macroeconómicos—en particular, la contención del déficit en cuenta corriente—, así como el alza en los tipos de interés internos y la eliminación del encaje a los flujos externos, son todos elementos que contribuyen a atraer capitales al país. Por otra parte, el impacto de la crisis asiática sobre la cuenta de capitales también se ha visto aminorado por la menor dependencia del país de aquellos flujos que son más sensibles a los vaivenes de los mercados mundiales. Lo anterior se demuestra en las siguientes dos figuras, que muestran la composición de los flujos de capital (privado) hacia Chile en 1977-1981 y en 1990-1996 (gráfico 11a), y la reacción de estos flujos en 1982, 1995 y 1998 respecto del año inmediatamente anterior²⁷ (gráfico 11b).

Según se observa en el gráfico 11a, durante los años 1977-1981 el país fue altamente dependiente de los flujos bancarios, los que llegaron en promedio a representar 46% del total (51% del total de flujos destinados al sector privado). Sin embargo, durante 1990-1996 los flujos al sector bancario representaron sólo 1% de los capitales ingresados al país (0.5% de los flujos al sector privado). En contraste, mientras

²⁷ Estos años corresponden a la crisis de la deuda, la crisis mexicana y la crisis asiática, respectivamente.

²⁸ El gráfico muestra un pequeño incremento en los flujos bancarios entre 1997 y 1998. Sin embargo, este resultado es algo engañoso por cuanto éste refleja un aumento (aunque pequeño) en la salida neta de capitales del sector bancario. Los flujos del sector bancario han sido negativos desde 1995.

TABLA 5

Efectos Financieros Potenciales Asociados al Servicio de Deuda Externa ^(*).

	1998 (US\$ mill)	1999 (US\$ mill)
<i>Parte I</i>		
Total compromisos de deuda ⁽¹⁾	5217.3	9152.2
Efecto cambio en spread asociado al riesgo país ⁽²⁾	-208.7	-366.1
Efecto menor tasa <i>libor</i> ⁽³⁾	26.1	45.8
Efecto neto	-182.6	-320.3
<i>Parte II</i>		
Deuda a tasa variable ⁽⁴⁾	17694.8	16110.8
Ahorro vía menor tasa variable ⁽³⁾	80.6	72.4
Efecto neto total	-102.1	-248.0

Notas: ^(*) Supuestos: Aumento en spread soberano para 1998: 4%. El cálculo para 1999 supone que se arrastra la deuda recontractada en 1998, más los vencimientos proyectados para 1999.

⁽¹⁾ Incluye: Deuda a corto plazo a diciembre de 1997 más las amortizaciones y los intereses de la deuda de mediano y largo plazo.

⁽²⁾ Se refiere al mayor costo de recontractar deuda debido al aumento en el spread soberano.

⁽³⁾ Se refiere al efecto positivo asociado a una disminución de la tasa *libor* de 0.5%, que corresponde al diferencial (disminución) entre la tasa *libor* a 180 días en dólares entre junio de 1997 y septiembre de 1998.

⁽⁴⁾ Se refiere al ahorro por el monto de deuda contratada a tasa variable.

Fuente: cálculo de los autores.

durante 1977-1981 los flujos de inversión extranjera representaron en promedio sólo 8% del saldo en cuenta de capitales, durante 1990-1996 éstos representaron casi 60% de los flujos totales llegados al país (43% si se excluyen de éstos las inversiones de cartera). Por otra parte, los flujos al sector privado no bancario también aumentaron su participación en el total de 37% a 64%. Lo anterior, sumado al hecho que los flujos de inversión extranjera directa parecen ser menos sensibles a los cambios en el entorno externo—de hecho éstos aumentan en 1981-1982 y nuevamente durante el período de la crisis mexicana (gráfico 11b)—permite concluir que la composición de los flujos de capital a Chile en los últimos años ha ayudado a aminorar los efectos negativos de la crisis asiática.²⁸

Por último, como argumentáramos anteriormente, la crisis asiática ha significado también menores precios de exportaciones e importaciones, lo cual se ha traducido en una menor presión inflacionaria en el frente externo. Esto se muestra en la siguiente gráfico, donde se grafican las variaciones, con respecto a igual período del año anterior, de los precios de las exportaciones e importaciones chilenas, así como un indicador resumen de la inflación externa relevante

para Chile. Según se puede ver en el gráfico 12, a partir de 1996 la dinámica de los precios externos ha significado 'importar' una inflación negativa—deflación. Sin embargo, como señaláramos previamente, esta tendencia se revertirá en el futuro próximo cuando las monedas subvaluadas de Asia empiecen a apreciarse respecto del dólar y, además, cuando los precios de los bienes básicos (*commodities*) recuperen los valores que tenían antes de la crisis (lo que dependerá de la velocidad a la cual se recupere la actividad económica mundial).

LAS POLÍTICAS IMPLEMENTADAS DURANTE 1998: SU RACIONALIDAD Y RESULTADOS

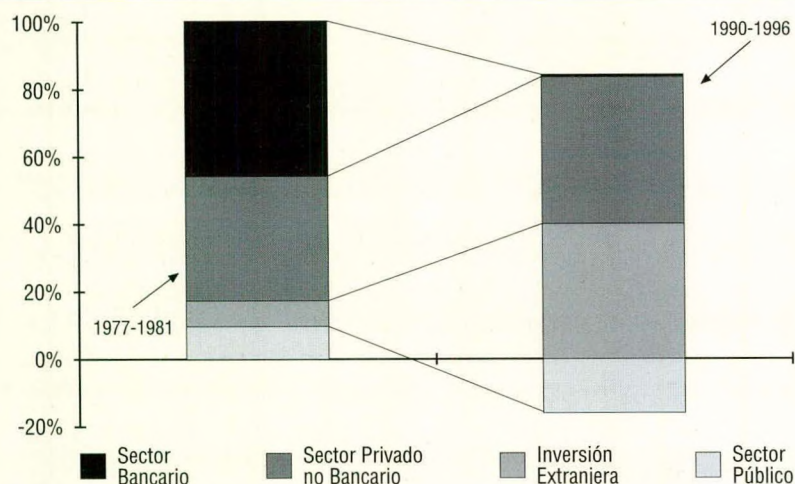
La crisis económica de Asia afectó a la economía chilena, en su fase inicial (antes de la crisis rusa), principalmente a través de la disminución en los precios de nuestras exportaciones. Este efecto se reflejó inmediatamente en un incremento del déficit en cuenta

corriente, el cual este año se cree llegará a niveles cercanos a 7% del producto interno bruto (PIB), mostrando un incremento de 1½ puntos porcentuales del PIB con respecto al año anterior. Sin embargo, en este resultado han influido también las políticas aplicadas por las autoridades económicas desde enero último, las cuales han estado orientadas, principalmente, a disminuir el crecimiento del gasto agregado de la economía. Los recuadros 3 y 4 describen las principales medidas de política aplicadas este año para paliar los efectos de la crisis.

La principal razón por la cual las autoridades han implementado políticas destinadas a reducir el crecimiento del gasto agregado es que, a pesar de las fortalezas de nuestra economía, ésta no es inmune a los vaivenes de la economía internacional. En particular, el déficit en cuenta corriente, que refleja el incremento en el endeudamiento externo neto del país en un determinado período, es una variable seguida muy de cerca por todos los analistas e

GRÁFICO 11a

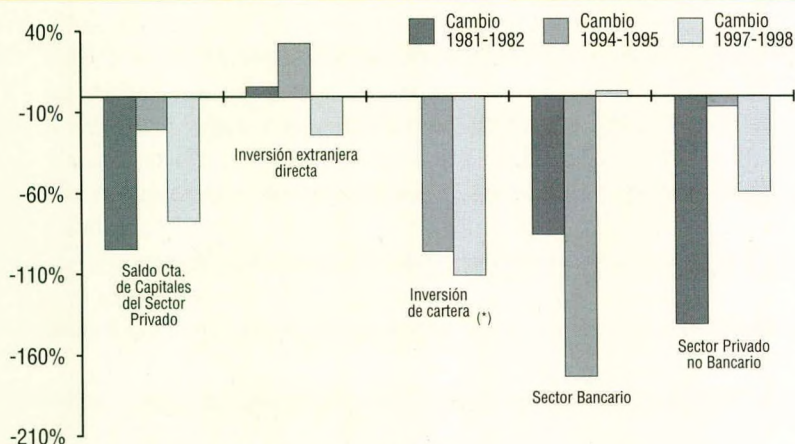
Composición de los Flujos de Capital Hacia Chile 1997-1981 y 1990-1996



Fuente: BCCh.

GRÁFICO 11b

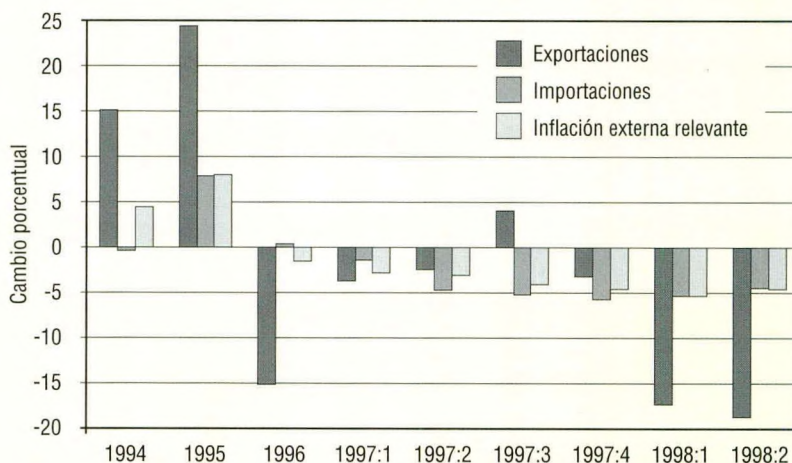
Variaciones en Fuentes de Financiamiento Externo por Tipo de Flujo Sector Privado, Chile



Nota: (*) No hubo inversión de cartera en 1977-1981.

Fuente: BCCh.

Precios Externos Relevantes Para Chile (cambio respecto a igual período un año antes)



Fuente: Banco Central de Chile, *Informe Económico y Financiero* (varios números).

inversionistas internacionales. Así, un déficit considerado 'alto' es interpretado como un deterioro de los fundamentos de la economía, y puede, eventualmente, llevar al aumento del costo e incluso a la suspensión de todos los flujos de capital hacia el país. Esta situación, que se vivió en la crisis de la deuda a comienzos de los años ochenta, cuando los flujos privados hacia el país se revirtieron luego que el déficit en cuenta corriente alcanzara niveles por sobre 14% del PIB en

1981, impone grandes costos en términos de reasignación de recursos entre sectores productivos (desempleo). Es conveniente, por tanto, mantener déficit en cuenta corriente en niveles que puedan ser 'sostenibles' en el mediano plazo. Sólo así se pueden evitar interrupciones abruptas—y ajustes altamente costosos—en las distintas fases del ciclo económico.

La crisis asiática ocurrió durante una fase expansiva del ciclo económico chileno, donde el gasto agregado venía creciendo a tasas mayores que el producto interno bruto. Debido a la inercia mostrada por los distintos componentes del gasto, producto de que muchas decisiones de gasto se materializan en un período de varios años y de que las expectativas de los agentes demoran en ajustarse, la caída de nuestro ingreso nacional—producto de la crisis—no conlleva un ajuste equivalente en el gasto agregado (privado). En este contexto, la caída de nuestros precios de exportación hacía prever un deterioro significativo del déficit en cuenta corriente para este año y, por tanto, hacía necesario implementar políticas destinadas a atenuar el dinamismo mostrado por el gasto agregado interno en el último tiempo. Lo anterior se concluye del ejercicio de simulación ya descrito (ver última columna en tabla 3) que muestra que, si no se hubiesen implementado las sucesivas alzas en tasas de interés y los recortes presupuestarios fiscales mencionados en los recuadros 3 y 4, hubiéramos tenido un crecimiento del gasto real de $\pm 7\%$, 1½ puntos porcentuales más

alto al que se espera ocurrirá este año. Aún más importante, acompañando a este mayor gasto hubiésemos tenido un déficit en cuenta corriente de aproximadamente 7.4% del PIB, más de medio punto porcentual más alto del que se espera. Este resultado hubiese deteriorado los fundamentos de nuestra economía, lo que se hubiese traducido en un mayor costo de financiamiento externo—un mayor spread por riesgo soberano—y una caída en la clasificación de riesgo de nuestro país (ver tabla 2), lo que hubiera dificultado el financiamiento de este déficit durante este año y especialmente el próximo.

Es importante también hacer notar que de no haberse aplicado las políticas restrictivas durante 1998, la economía hubiese crecido aproximadamente 1% más que lo que se espera crecerá este año— $\pm 6\%$ en vez de $\pm 5\%$ (últimas dos columnas en tabla 3). Este menor crecimiento es el costo en el corto plazo para el país de evitar una recesión futura, la que se produciría si las condiciones externas no mejoran. Esto es así por cuanto los efectos de la crisis de Asia no son transitorios, como fueron los efectos de la crisis mexicana de 1994-1995, sino que tendrán un impacto importante y duradero en la economía mundial. Por tanto, no es posible creer que la economía chilena hubiese podido 'transitar' durante estos años de mayores dificultades externas sin necesidad de ajustar su nivel de gasto a la baja. Es altamente probable que, de no mediar políticas destinadas a ayudar en este ajuste, éste se hubiese producido más adelante y en

RECUADRO 3

Cronología de las Medidas Tomadas por el Banco Central de Chile

En el contexto de la crisis asiática desencadenada a partir de julio de 1997, el Banco Central de Chile (BCCCh) ha tomado medidas de política orientadas a lograr una mezcla prudente de mayor financiamiento externo, una corrección a la baja en la tendencia del nivel de gasto interno, y, al mismo tiempo, un ajuste ordenado de los precios relativos (tipo de cambio), manteniendo la trayectoria en la reducción de la inflación de los últimos años. Así, la política monetaria se ha dirigido a permitir un mayor grado de flexibilidad en las tasas de interés de corto plazo, con el fin de no exacerbar la volatilidad del tipo de cambio y frenar los procesos especulativos contra el peso. En la política cambiaria se ha optado por lograr un ajuste ordenado del tipo de cambio, consistente con las tendencias del mercado, dadas las perspectivas para el déficit de cuenta corriente y el equilibrio interno. De esta forma se ha ajustado el ancho y el centro de la banda cambiaria, de acuerdo con la evolución de la economía, de manera de entregar señales claras al mercado respecto de la tendencia esperada para esta variable por el BCCCh. Además, se han introducido nuevos instrumentos de cobertura cambiaria y se ha reducido el encaje a los capitales extranjeros.

A continuación se presentan las principales medidas de política tomadas por el BCCCh durante 1998.

Medidas adoptadas por el BCCCh

8 de enero

- Se eleva la tasa de instancia de la política monetaria de 6.5% a 7% sobre la variación de la unidad de fomento (UF), situándose en el segundo tramo de la línea de crédito de liquidez

3 de febrero

- Se eleva el nivel de la tasa objetivo de la política monetaria, situándola en 8.5% equivalente anual sobre UF. Las tasas aplicables a los tres tramos de la línea de crédito de liquidez se elevan a 8.5%, 8.8% y 9.3% anual sobre UF, respectivamente.

26 de abril

- Se introducen los Pagarés Reajustables en Dólares del Banco Central de Chile (PRD). Estos papeles se colocan a través de licitaciones en fechas preanunciadas, en la víspera de un nuevo periodo de encaje o mediante ventas por ventanilla. Su plazo es de a lo menos 3 años, y tanto el monto como el plazo de cada emisión son determinados en cada oportunidad. Los flujos asociados a estos papeles están denominados en

dólares, pero son pagaderos en pesos al tipo de cambio observado el día de vencimiento.

25 de junio

- Se rebaja la tasa de encaje a los flujos de capital desde 30% a 10%, por el primer año de permanencia de éstos.
- Se ratifica la política cambiaria centrada en el "dólar acuerdo", decidiéndose reducir la amplitud de la banda: el piso es de 3.5% por debajo del dólar acuerdo y el techo es de 2% por encima de éste.
- Se elimina el ajuste de 2% anual fijo, que hasta entonces se aplicaba en el cálculo de la trayectoria del dólar acuerdo, y que disminuía la tasa de devaluación anual del tipo de cambio nominal.

27 de agosto

- Se elimina el encaje a las entradas de capitales destinadas a realizar operaciones de arbitraje de ADR en el mercado secundario. Esta medida complementa a las tomadas en junio, y a través de ella se busca recuperar mayor liquidez para los ADR chilenos y dar más estabilidad al mercado accionario local.

16 de septiembre

- Se eleva la tasa de instancia a UF más 14%.
- Se eleva el techo de la banda cambiaria, a +3.5% sobre el tipo de cambio acuerdo. Se anuncia una ampliación gradual discreta de la banda hasta alcanzar una amplitud de $\pm 5\%$ en diciembre de este año.
- La inflación internacional utilizada en el cálculo del dólar acuerdo se modifica desde 2.4% a 0% anual. Esto implica una mayor tasa de devaluación del tipo de cambio acuerdo. Además, se reemplaza la variación de la UF por la meta de inflación proyectada por el BCCCh, como medida de la inflación interna relevante para indizar el dólar acuerdo.
- Se reduce a 0% el encaje para todos los flujos de capitales.

13 de octubre

- Se reduce la tasa de instancia desde 14% a 12% real (variación sobre UF).

Durante los periodos de diciembre-febrero y junio-septiembre, se produjeron intervenciones cambiarias no esterilizadas y restricciones a la liquidez, elevándose la tasa interbancaria por sobre la de instancia. Esta medida se tomó como una forma de desestimular las operaciones especulativas en contra del peso.

RECUADRO 4

Cronología de las Medidas de Política Tomadas por la Autoridad Fiscal

La crisis asiática ha tenido un significativo impacto negativo sobre las finanzas públicas, particularmente sobre los ingresos fiscales. Esto ha ocurrido a través de dos canales. En primer lugar, la caída en el precio del cobre se ha traducido en menores impuestos y trasposos de utilidades desde Codelco al gobierno central. En segundo lugar, como consecuencia del menor crecimiento del producto, ha disminuido la recaudación tributaria asociada a impuestos tales como el impuesto a la renta y el IVA.

En este contexto, la autoridad fiscal ha realizado recortes al presupuesto de gastos del gobierno central y de las empresas públicas. En el primer trimestre de este año el gasto público creció en 7.6% real, más que el producto que creció sólo un 6,95% respecto del mismo trimestre del año pasado¹.

Durante el resto del año, sin embargo, se han producido importantes recortes en el gasto total del gobierno, que ascienden a un total de US\$524 millones, cerca de 0.7% del PIB². Además, el Gobierno anunció su disposición a velar porque el incremento del gasto público no supere a 5.5% este año, de modo de permitir un superávit en las cuentas fiscales. Respecto de 1999, el Gobierno ha anunciado un incremento de sólo 2.8% en el gasto público. A continuación se presentan las principales medidas de política fiscal implementadas durante 1998.

Medidas adoptadas por la Autoridad Fiscal

enero

- Rebaja en los presupuestos de inversión solicitados por las empresas públicas por US\$170 millones.

abril

- Rebaja en el presupuesto del gobierno central por un monto de US\$104 millones.

- Nueva rebaja en los presupuestos de inversión de las empresas públicas por US\$61 millones.

junio

- Reducción de los gastos del gobierno central por una cifra de US\$189 millones.
- Constitución de un Fondo de Infraestructura por una cifra del orden de US\$150 millones, formado con ingresos extraordinarios de concesiones de Obras Públicas, los que se ahorrarían durante 1998 y 1999.
- Postergación por dos años de la compra de aviones de la Fuerza Aérea de Chile, por un monto de aproximadamente US\$600 millones.
- Se asume el compromiso de que el proyecto de ley de presupuesto para 1999 impondría como límite máximo una tasa de crecimiento del gasto público inferior en medio punto porcentual a la proyección de crecimiento económico para 1999, sobre la base de la ley de presupuestos vigente en 1998, la que incorpora las rebajas anteriormente expuestas. Se excluye de esta proyección el mejoramiento de pensiones, por encontrarse éste plenamente financiado.

septiembre

- La ley de presupuesto para 1999 proyecta un crecimiento del gasto del gobierno de 2,8% en 1999, incluyendo en este crecimiento el mejoramiento de las pensiones. Este hecho refleja la disposición de la autoridad fiscal a colaborar adecuadamente en la reducción de la demanda agregada y del déficit en cuenta corriente.

¹ Boletín mensual del BCCh.

² Dirección de Presupuestos dependiente del Ministerio de Hacienda, en su informe al Senado de octubre de este año.

forma mucho más costosa cuando los inversionistas internacionales dejaran de prestar recursos al país, tal como ocurrió en 1982. Así, podemos concluir, la alternativa de no ajustarse—no implementar políticas económicas con este fin—no era sostenible en el tiempo.

Adicionalmente a la preocupación anterior de reducir el gasto agregado y, por esta vía, el déficit en cuenta corriente, la autoridad ha promovido una depreciación ordenada del tipo de cambio. Esta política se fundamenta en los siguientes argumentos.

Primero, en un ambiente de gran incertidumbre como el que ha imperado durante la mayor parte

de este año en los mercados internacionales, es altamente probable que los mercados cambiarios sobre-reaccionen a cualquier anuncio, causando aún más pánico y deteriorando las perspectivas futuras. Esto ocurrió en el caso de las monedas asiáticas, las que vieron perder gran parte de su valor durante los primeros meses de la crisis, sólo para ver revertirse este proceso parcialmente algunos meses más tarde.

Segundo, la autoridad ha intentado evitar un rebrote inflacionario que signifique deshacer los avances logrados en esta materia en los últimos años. Sobre

el particular cabe señalar que un menor déficit en cuenta corriente se asocia a una depreciación real del tipo de cambio (un mayor precio relativo de los bienes transables sobre los no-transables)²⁹. Esta depreciación real del tipo de cambio puede alcanzarse a través de una depreciación del tipo de cambio nominal, una caída en los precios de los bienes no transables (arriendos, salarios, etc.), o una combinación de ambas. Ciertamente que una devaluación nominal es menos costosa que forzar una deflación en los precios de los bienes no transables. Sin embargo, ésta sólo será efectiva en lograr una devaluación del tipo de cambio real si no se traduce en alzas de precios, lo cual es altamente probable en una economía fuertemente indizada como la chilena. Una devaluación del tipo de cambio nominal será no inflacionaria sólo si la economía se encuentra lo suficientemente 'fría'; esto es, si las demandas salariales y las alzas de precios internos no siguen la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, la economía chilena se encontraba a comienzos de este año con tasas de desempleo muy bajas (5.1%), lo que equivale a decir que estaba trabajando a su máxima capacidad. Se concluye entonces que, de no mediar primero una disminución del gasto agregado que permitiera enfriar la economía, una devaluación nominal mayor a la que ocurrió a fines del año pasado hubiese sido altamente inflacionaria, o alternatively, muy poco efectiva en producir una devaluación real. Así, la autoridad ha usado el instrumental monetario, que comprende un alza importante en la tasa de interés interna, con el fin de evitar una devaluación exagerada del peso, la que pudiese haber causado gran conmoción y desconfianza y, al mismo tiempo, haber tenido un gran impacto en la inflación. De hecho, y como una primera aproximación, una devaluación a comienzos de año que hubiese llevado el tipo de cambio a un valor cercano al acuerdo de ese entonces; es decir, un incremento de aproximadamente 3.4% respecto al valor observado promedio del primer trimestre³⁰, se habría traducido en una inflación adicional de algo más de un punto porcentual durante este año y el próximo³¹. Esto último sin considerar los efectos secundarios sobre negociaciones salariales del sector público y otros. El tipo de cambio real, por otra parte, habría estado $\pm 2\%$ más depreciado de lo que estará hacia fines de este año.

PERSPECTIVAS FUTURAS

La crisis de Asia ciertamente ha tenido efectos más profundos que los asociados a la crisis mexicana de 1994-1995. En este último caso se trató principalmente de una crisis en un único país—México—con efectos de contagio importantes en otro—Argentina—y secundarios en otras economías emergentes. En contraste, la crisis de Asia ha afectado a toda una región y ha tenido efectos de contagio significativos en casi todos los mercados emergentes, especialmente Rusia y Brasil. En este sentido se puede argumentar que la crisis de Asia se asemeja más a la crisis de la deuda de comienzos de los ochenta que a la crisis mexicana. Sin embargo, algunos elementos, entre ellos los desarrollos de las últimas semanas, permitirían prever una salida a esta situación más rápida de lo que fue la recuperación económica después de la crisis de la deuda.

En primer lugar, la crisis de la deuda fue causada en gran medida por políticas antiinflacionarias aplicadas por algunos países industrializados a fines de la década de los setenta, lo que llevó a altas tasas reales de interés en los mercados internacionales en momentos en que los países emergentes estaban altamente endeudados. A esto se sumó el segundo *shock* petrolero de 1979, el que deterioró significativamente la posición externa de los países importadores de petróleo. En contraste, actualmente tanto el nivel de las tasas de interés internacional, como el precio del petróleo, se encuentran en niveles bajos.

Consistente con el punto anterior, a comienzos de los años ochenta los países industrializados se encontraban en una fase contractiva de su ciclo económico, cosa que hoy no ocurre, con excepción de Japón. Más importante aún, las autoridades en las principales economías industrializadas han reaccionado bajando el nivel de sus tasas de interés. Así, hemos visto como en septiembre y octubre el Banco de la Reserva Federal de EE.UU. implementó dos bajas sucesivas de su tasa de referencia, totalizando una disminución de 50 puntos base (de 5.5 a 5.0%). A ésta le han seguido

²⁹ En condiciones de pleno empleo.

³⁰ Este valor del dólar se eligió para efectos del ejercicio de simulación por cuanto es consistente con haber mantenido la tasa de interés de instancia en 7.0%.

³¹ La inflación en 12 meses a diciembre habría llegado a $\pm 5.7\%$ en 1998 y 1999.

bajas de tasa de interés en otras economías desarrolladas como Canadá, España, Gran Bretaña, Hong Kong, Irlanda, Portugal y Suecia.

En segundo término, el grado de integración comercial de las economías emergentes con el resto del mundo es hoy día mucho mayor del que existía en los ochenta. Esto implica que, una vez resuelto el problema del sobreendeudamiento en las economías en crisis, a éstas les será más fácil su recuperación a través de un *boom* exportador, de lo que fue el caso en muchos países latinoamericanos. Al mismo tiempo, las reformas económicas implementadas en Latinoamérica durante la última década, algunas de ellas después de la crisis mexicana de 1994-1995, hace que estas economías puedan también iniciar una trayectoria de rápido crecimiento una vez que se estabilicen los mercados internacionales. El principal desafío hoy día se refiere al sobreendeudamiento de las economías asiáticas, pero no involucra grandes reformas tales como privatizaciones, mayor disciplina fiscal (con excepción de Brasil), reducciones de tarifas y eliminación de restricciones a los flujos de inversión extranjera. En este proceso ha influido el mayor pragmatismo de las autoridades económicas de los países emergentes, las que en los últimos años han favorecido los aspectos técnicos por sobre los políticos al momento de implementar políticas en sus respectivos países.

Finalmente, se han ido aclarando en forma positiva algunos focos de incertidumbre importantes. En particular, el gobierno brasileño está discutiendo un programa de ajuste fiscal que implica una disminución significativa de su déficit en los próximos años. Este programa contaría con el apoyo de los organismos multilaterales e iría acompañado de un paquete de ayuda financiera internacional por un monto de a lo menos US\$30000 millones. Además, en las últimas semanas el gobierno japonés ha anunciado un paquete de ayuda destinado a rescatar a las instituciones financieras más débiles, por un monto total cercano a los US\$500 mil millones. Si bien este programa parece tener algunos problemas de implementación, debido a que las instituciones financieras se muestran reticentes a solicitar ayuda del gobierno, el hecho que se haya podido ofrecer permite ser más optimistas sobre una solución para la crisis económica japonesa. Una pronta recuperación de Japón es un elemento gravitante en la recuperación económica de Asia.

REFERENCIAS

- ADB (1998). "Managing Global Financial Integration in Asia: Emerging Lessons and Prospective Challenges". Mimeo, Asian Development Bank y The World Bank, marzo.
- Baig, T. e I. Goldfajn (1998). "Financial Markets Contagion in the Asian Crises." Mimeo, IMF, agosto.
- Banco Central de Chile (1997). "Evolución de la Economía en 1997 y Perspectivas Para 1998." Informe al Senado, septiembre.
- Banco Central de Chile (1998). "Evolución de la Economía en 1998 y Perspectivas Para 1999." Informe al Senado, septiembre.
- Corbo, V. and S. Fischer (1995). «Structural Adjustment, Stabilization and Policy Reform: Domestic and International Finance." En *Handbook of Development Economics*, Volume 3b, editado por J. Behrman y T. N. Srinivasan. Amsterdam, Holanda: North-Holland Publishing Company.
- Dipres (1998). "Aspectos Macroeconómicos del Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público del año 1999". Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, octubre.
- Goldfajn, I. y R. Valdés (1998). "The Twin Crises and the Role of Financial Intermediation." Mimeo, FMI, agosto.
- Goldman Sachs (1998). "Emerging Markets Biweekly." Varios Números.
- Goldman Sachs (1998). "Financial Services: Banks", septiembre.
- IMF (1998). "The Asian Crisis: Causes and Cures." Finance and Development, junio.
- JPMorgan (1998). "Emerging Markets: Economic Indicators." Varios números
- JPMorgan (1998). "Asian Financial Markets", julio.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (1996). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers: 544, marzo.
- Krugman, P. (1998). "What Happened to Asia." Mimeo, enero.
- Krugman, P. (1998). "Saving Asia: It's Time to Get Radical." *Fortune*, 138(5): 75-80.
- Morgan Stanley (1997). Latin America Investment Research, octubre.