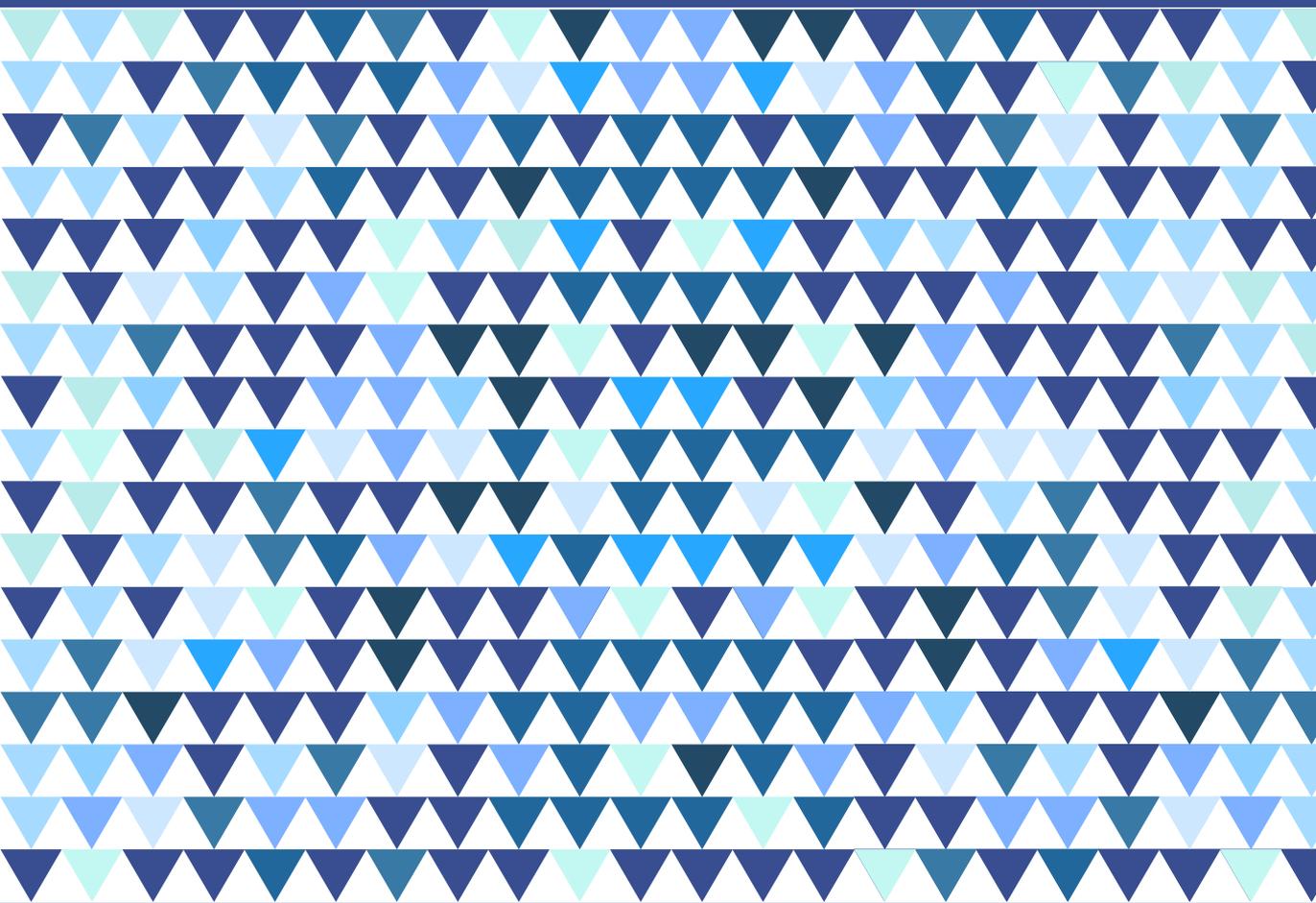


# ¿CUÁN PREPARADOS ESTAMOS PARA LA PRÓXIMA CRISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL?

José Pablo Arellano Marín



¿Cuán preparados estamos para la próxima crisis de la economía internacional?

Primera edición: noviembre de 2018

© 2018, José Pablo Arellano Marín

© 2018, Cieplan  
Dag Hammarskjöld N°3269, piso 3, Vitacura  
Santiago - Chile  
Fono: (56 2) 2796 5660  
Web: [www.cieplan.org](http://www.cieplan.org)

Edición: Javiera Pérez  
Diseño portada y diagramación: Javiera de Aguirre  
ISBN: 978-956-204-078-5

Queda autorizada la reproducción parcial o total de esta obra, salvo para fines comerciales, con la condición de citar la fuente.

Impreso por: LOM Ediciones  
Impreso en Chile / Printed in Chile

# **¿CUÁN PREPARADOS ESTAMOS PARA LA PRÓXIMA CRISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL?**

**José Pablo Arellano Marín**



# ÍNDICE

Resumen.....	7
¿Cuán preparados estamos para la próxima crisis de la economía internacional? .....	9
¿Cómo estamos ahora? .....	12
¿En qué estamos más débiles? .....	18
Conclusión .....	27
Anexo: Cambios en las metas de Balance Fiscal 2001-2018 .....	28
Referencias .....	31



## Resumen

Este documento busca responder qué tan preparada está la economía chilena ante una posible recesión o crisis internacional. Para esto se compara la situación actual con la que existía cuando estallaron las dos últimas crisis internacionales: la crisis asiática y a la gran recesión del 2009. El país fue capaz de sobrellevar las crisis sin grandes costos a diferencia de décadas anteriores donde los efectos de las crisis externas se magnificaban.

Nuestra capacidad para enfrentar las crisis se define por la preparación previa. Lo que sucede en la crisis es el resultado de lo que se hace antes de que ella ocurra.

Entre los factores macroeconómicos especialmente relevantes al momento de una recesión internacional, se destaca que Chile ha mejorado en la política cambiaria flexible sumada a un mejor anclaje de las expectativas de inflación. A ello se agrega una mayor proporción de deuda en pesos o con coberturas, con lo cual, el efecto de una devaluación sobre la deuda es menor.

También se examina el nivel y tendencia del endeudamiento de empresas y hogares.

Entre los aspectos en que el país se encuentra más débil, destaca el deterioro de la situación fiscal y el endeudamiento de gobierno. Se analiza en detalle este tema y sus perspectivas dado que reduce el espacio para hacer política fiscal contra cíclica.

A lo anterior se suma que el potencial de crecimiento ha caído considerablemente debido a la menor inversión y menor dinamismo de la productividad.

Se concluye que lo que hagamos ahora para evitar los desequilibrios macro, fortalecer la política fiscal y favorecer el aumento de la productividad e inversión, determinará nuestra capacidad para atenuar los efectos de la próxima crisis.



## ¿Cuán preparados estamos para la próxima crisis de la economía internacional?

*José Pablo Arellano Marín*<sup>1</sup>

Noviembre 2018

En el último tiempo se ha instalado un debate para responder al reclamo por mejores pensiones.

Todo parece indicar que después de un largo periodo de expansión económica, primero por la recuperación y después por crecimiento, la economía internacional se desacelerará e incluso es posible que se desencadene una recesión. En esos casos no es descartable una crisis<sup>2</sup>.

No me interesa examinar ese escenario, sino más bien preguntarnos cuán bien preparada esta la economía chilena para una recesión importante o una situación de crisis económica externa.

En los últimos treinta años ha habido dos grandes crisis a nivel internacional: la asiática a partir de julio de 1997 y la gran crisis financiera internacional, a partir de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. En ambos casos la economía chilena logró sortearlas razonablemente bien.

Se desaceleró el crecimiento, pero no hubo una crisis interna con un fuerte aumento del desempleo ni cayeron las remuneraciones e ingresos. Gracias a ello el país ha crecido sostenidamente durante más de treinta años. Esto ha sido posible, en una medida importante, por la ausencia de crisis generadas internamente y por la capacidad para capear las que vienen de afuera.

---

1 Agradezco la valiosa colaboración de Pablo Derpich Araya en la preparación de este documento.

2 Véase por ejemplo el análisis de riesgos The Economist del 11 de octubre de 2018, The next recession, o el último World Economic Outlook del FMI de octubre pasado.

Este buen desempeño es especialmente destacable si se compara con lo que fue nuestra historia previa.

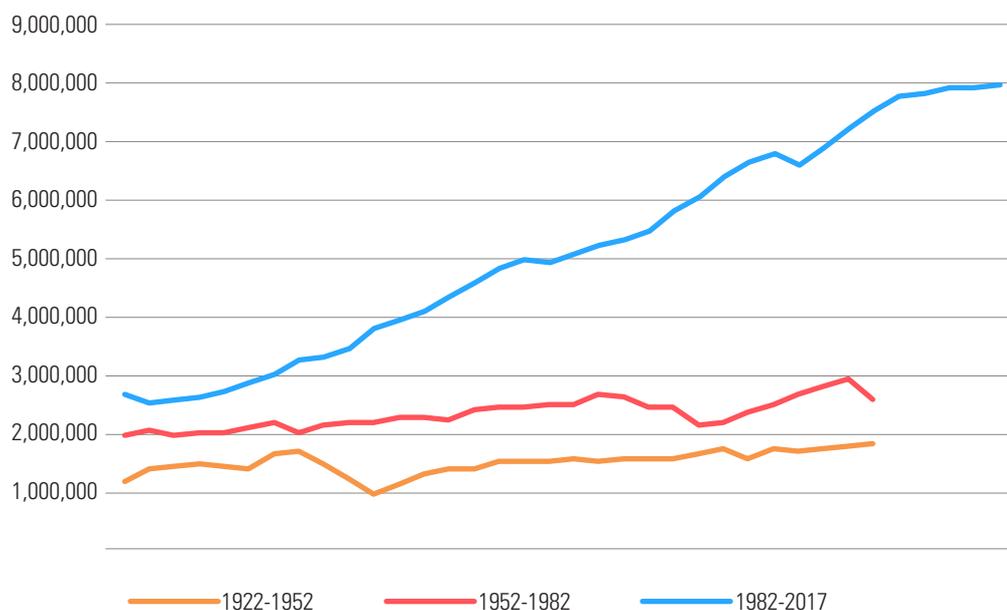
Si revisamos la historia económica entre 1922 y 1987, lo habitual era que las crisis externas se amplificaran y que además generáramos nuestras propias crisis. De hecho, en ese periodo de 65 años en más de 40 el ingreso por habitante del país estaba cayendo o recuperándose de una caída.

Durante ese mismo periodo, en dos de cada tres años estábamos retrocediendo o recuperando lo perdido. Cada crisis internacional, desde la gran depresión de 1929, pasando por las crisis de 1973-75 hasta la de 1982, por mencionar las principales, la vivíamos de manera amplificada en Chile.

Muy distinto a los últimos 35 años en que sólo en dos años el producto por habitante cayó levemente. Por ello es que el PIB per cápita creció en 1,8% promedio anual entre 1922 y 1987, a diferencia de lo ocurrido desde 1987 a la fecha, en que el PIB por habitante creció anualmente al 3,5%.

De hecho, si se excluyen los 40 años de retroceso o recuperación previos a 1987, la economía crecía al 4,4%, pero las crisis permanentes redujeron el crecimiento al 1,8% (véase el gráfico 1)

**Gráfico 1**  
 Chile PIB Per Cápita (pesos 2013)  
 Comparación 3 periodos (1922-1952, 1952-1982, 1982-2017)



Fuente: *Estimado en base a Banco Central de Chile y Díaz, Lüders & Wagner (2007).*

Otro reflejo de los graves desequilibrios macroeconómicos que caracterizaban a Chile antes de 1988 es el comportamiento de la inflación. Entre 1948 y 1987 sólo en dos años estuvo por debajo de los dos dígitos y la inflación promedio anual fue de 36%, excluyendo para este cálculo los tres años en que superó los 350% al año. En cambio, después de 1994, la inflación nunca más ha llegado a los dos dígitos y prácticamente nunca ha alcanzado el 5%.

Por tanto, para progresar y evitar los retrocesos y el alto costo social y humano de las crisis económicas, es indispensable ser capaces de capear las crisis externas que necesariamente ocurrirán. Además de, por cierto, no generar crisis domésticas.

Nuestra capacidad para enfrentar las crisis se define por la preparación previa. De allí la relevancia de revisar nuestra actual realidad, comparada con la situación anterior a la crisis asiática y a la gran recesión del 2009.

## ¿Cómo estamos ahora?

Lo primero que vale la pena subrayar es que en una mirada de largo plazo el país ha tenido un cambio estructural que en el plano macroeconómico nos ha dado una economía más resiliente y menos propensa a las crisis. Este cambio estructural, que no es el foco de este análisis, obedece a cambios institucionales en nuestro funcionamiento e institucionalidad macroeconómica que dicen relación con la institucionalidad fiscal, con el manejo del Banco Central, con nuestra mayor integración y apertura a la economía internacional, y responde a la regulación y profundidad del mercado financiero y de capitales. Todo ello se apoya en una mayor conciencia de la importancia de preservar los equilibrios macroeconómicos.

Este cambio estructural está en la base del mayor crecimiento y de la ausencia de crisis de los últimos treinta años. En lo que sigue, el análisis considera que estas condiciones institucionales clave para el mejor desempeño no se alteran en lo esencial. Por tanto, se revisa cómo dentro de ese marco institucional podemos lograr una mejor preparación para la próxima crisis.

A continuación compararemos aspectos claves en la economía chilena actual, especialmente relevantes para enfrentar una crisis externa, con la situación de los últimos treinta años, sin perder de vista nuestra historia pasada.

Partamos por aquello en que estamos igual o mejor.

### **1. La política cambiaria flexible**

En septiembre de 1999 el Banco Central adoptó un régimen de flotación cambiaria que permite que el tipo de cambio se ajuste con mayor facilidad para enfrentar desequilibrios en nuestras cuentas con el exterior. Este régimen nos deja en mejores condiciones de lo que estábamos en la crisis asiática.

A esta flexibilidad se suma el que tengamos un mejor anclaje de las expectativas de inflación, lo que hace que la depreciación cambiaria se traduzca en menor aumento en la inflación. Esto es extremadamente valioso ya que la depreciación real no se traduce en tanta inflación como ocurría históricamente en nuestro país.

Un aspecto relacionado tiene que ver con el efecto de la depreciación sobre los costos de la energía en un país como el nuestro, que depende fuertemente en su matriz energética de insumos importados (carbón, gas, diésel).

Gracias al rol creciente que están teniendo las energías renovables no convencionales, esta dependencia en las importaciones y el mayor costo de la energía causada por la depreciación puede verse aliviado en comparación a las dos crisis anteriores, particularmente ante condiciones de sequía como la de los últimos años.

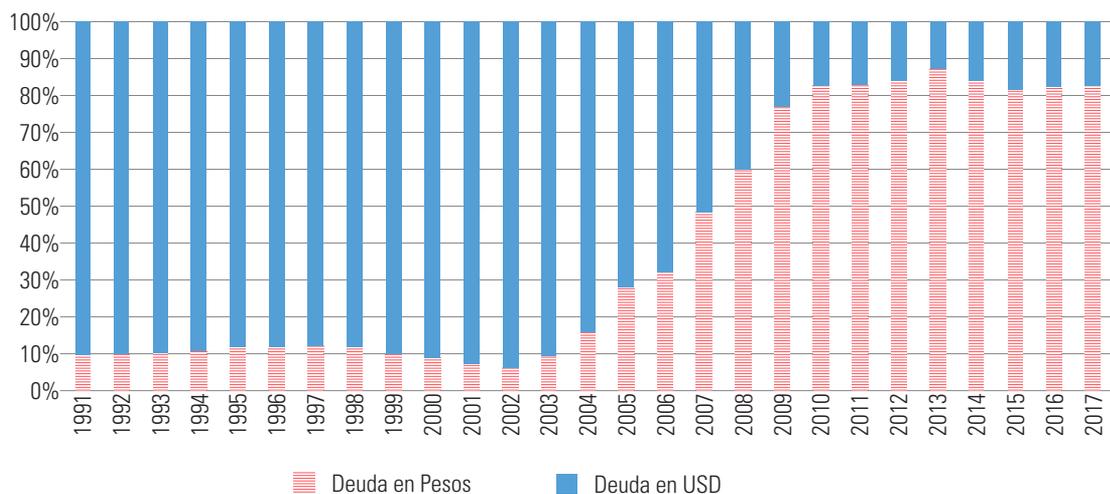
En cuanto al nivel del tipo de cambio real, a contar de septiembre último ha variado en torno los \$680 por dólar, depreciándose en comparación al nivel registrado desde mediados de 2016. El tipo de cambio recupera así un nivel real más cercano al promedio de los últimos treinta años, aunque todavía algo menor que el que se registra en ese mismo periodo si se excluyen los años del súper ciclo del cobre. Si se mantiene un tipo de cambio alto, por sobre los \$680 será un buen estímulo para la diversificación de las exportaciones y la producción de transables en general, lo que fortalece nuestra base productiva frente a una crisis internacional.

## **2. Mayor proporción de deuda en pesos**

La estabilidad de precios y la solidez de nuestra economía le ha permitido al Banco Central, a la Tesorería y a las empresas emitir cada vez más deuda en pesos, por tanto, el efecto de una devaluación sobre la deuda denominada en moneda extranjera es menor. Incluso hay más deuda en pesos y no sólo más deuda en UF. En 1990 la proporción de deuda del gobierno en dólares superaba el 90% del total. En tiempos de la crisis asiática en 1997, el 82% de la deuda del gobierno central era en dólares, en 2008 llegaba al 40% y actualmente sólo el 20% es en dólares (véase el gráfico siguiente). Esta es una importante ganancia en autonomía y flexibilidad que normalmente no tienen los países en desarrollo y que Chile históricamente no tuvo por su inestabilidad macroeconómica y su historia de inflación, que tenía como una de sus causas precisamente el permanente déficit fiscal.

Esta valiosa posibilidad de emisión de deuda en nuestra propia moneda ha sido aprovechada también por las empresas privadas.

**Gráfico 2**  
Deuda bruta del gobierno central en pesos y dólares  
1991-2017



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile, Oficina de deuda pública. <http://www.hacienda.cl/oficina-de-la-deuda-publica/estadisticas/deuda-sector-publico/series-historicas.html>

El uso de coberturas cambiarias es actualmente mayor que en la situación previa a las dos últimas crisis, lo que hace que “las firmas presentan una adecuada cobertura cambiaria”, tal como afirma el último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del Banco Central.

Adicionalmente, la deuda tiene plazos más largos y en el caso del endeudamiento de empresas chilenas- que son propiedad de extranjeros, como ocurre con parte importante de las empresas mineras- ellas se endeudan con sus matrices<sup>3</sup>. Esa deuda tiene en la práctica un menor nivel de exigibilidad que si fuera deuda bancaria o bonos.

3 Según el IEF del segundo semestre 2018, la deuda asociada a inversión extranjera es equivalente al 18% del PIB y un 40% de la deuda externa, comparado con 6% del PIB a fines del 2008.

A lo anterior se suma que actualmente el 85% de la deuda de gobierno está a tasa fija.

### **3. El nivel y tendencia del endeudamiento de empresas y hogares**

En cuanto a la magnitud deuda de empresas y personas, ésta -medida como proporción del PIB- es mayor que la que se registraba previo a las dos crisis que aquí se usan como comparación. Ello nos deja, en principio, en una situación más vulnerable. No obstante hay factores que atenúan esta situación.

En primer lugar, el ritmo de crecimiento de la deuda en los últimos años es más bajo o negativo que en el periodo previo a las dos crisis en que las deudas crecieron rápidamente. Otro factor atenuante del riesgo en esta coyuntura es la mayor importancia de la propiedad de vivienda en el caso de los hogares y de activos en las empresas como motivo del endeudamiento.

Al segundo trimestre de 2018 la deuda de las empresas alcanzó un 110% del PIB, manteniendo la disminución iniciada a fines de 2015 (IEF segundo semestre 2018). En cambio en marzo del 2008 la deuda total de empresas representó un 87% del PIB, habiendo crecido a tasas de más de 6% real desde 2005 (IEF segundo semestre 2008).

La deuda de los hogares alcanzó al segundo trimestre de 2018 un 47% del PIB y se mantuvo al alza, especialmente en el caso de la hipotecaria (IEF 2º semestre de 2018). En el periodo previo a la gran crisis financiera de 2008-2009 la deuda de hogares crecía a ritmos superiores al 15% real (IEF 2º semestre de 2008)

Previo a la crisis asiática el crecimiento del endeudamiento de los hogares registraba un ritmo aún más rápido. El número de créditos de consumo bancario creció 50% entre fines de 1994 y fines de 1997, mientras que el monto de las deudas lo hizo en alrededor de 80%, esto sin considerar el fuerte aumento de los créditos no bancarios.

En el caso de la deuda hipotecaria a comienzos de 2018 la razón deuda hipotecaria a valor de garantía llegaba a valores de 80% o menos; relación casi 10 puntos porcentuales menor a la registrada el 2008, disminuyendo el riesgo de crédito por este concepto.

En su reciente informe sobre la economía chilena el FMI<sup>4</sup> examina en detalle este tema, porque los niveles de endeudamiento de empresas y personas llega a niveles más altos que en otras economías emergentes comparables. Sin embargo, destaca como factores mitigantes los que aquí se han destacado.

Con todo y si bien los créditos de hogares y empresas han crecido más lento, lo hacen a niveles más altos y en un periodo de tasas de interés extraordinariamente bajas que no se mantendrán en el futuro, lo que obliga a poner especial atención a este riesgo<sup>5</sup>.

#### **4. Mejor regulación financiera actual**

La reciente aprobación de reforma a la ley de bancos fortalecerá la supervisión consolidada de los emisores de valores, compañías de seguro, bancos y otros emisores de medios de pago y crédito, bajo la nueva Comisión de Mercado Financiero (CMF). Asimismo establece mayores exigencias de capital y liquidez de acuerdo a estándares de Basilea III.

La legislación bancaria que rige actualmente demostró ser adecuada para dar solidez al sistema financiero durante las dos crisis internacionales que aquí se analizan que, como se ha indicado, no tuvieron consecuencias severas en el país. En el intertanto y especialmente a raíz de los aprendizajes de la gran crisis financiera internacional, en el mundo se han producido cambios y perfeccionamientos regulatorios incorporados en Basilea III, que con la aprobación legal mencionada serán realidad en el país, permitiéndonos transitar a estos nuevos estándares.

Si bien estas medidas entrarán en vigor en forma gradual, en el plazo de un año ya debiera haberse integrado la Superintendencia de Bancos a la CMF, mejorando la supervisión consolidada.

---

4 Descargable en <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/09/Chile-Selected-Issues-Paper-46348?cid=em-COM-123-37944>

5 El IEF del segundo semestre de 2018 da cuenta más detallada de los riesgos. En particular, junto a la Encuesta Financiera de Hogares 2017 permite tener una visión más detallada de la situación de los hogares.

## 5. Clasificación de riesgo:

La clasificación de riesgo país A+<sup>6</sup> es claramente mejor que la que teníamos en la época de la crisis asiática (cuando era A-) y es comparable a la que logramos a fines de 2007 en vísperas de la gran crisis financiera internacional.

La actual clasificación es menor que la que tuvimos entre diciembre de 2012 y julio de 2017, a raíz del down grade de esa fecha. La pérdida de esa clasificación está asociada principalmente a los factores que se analizan a continuación.

Con todo, la actual clasificación nos permite acceder a abundantes fuentes de financiamiento y a pagar un premio por riesgo entre los más bajos para países de nuestro nivel de ingreso.

---

6 La referencia es a S&P, pero es análoga para las otras clasificadoras.

## ¿En qué estamos más débiles?

### **6. Situación fiscal:**

La situación es claramente más débil que la que teníamos antes de la crisis asiática y de la gran crisis financiera internacional. Al estallar ambas, nuestro país exhibía un superávit en el presupuesto del gobierno, la deuda neta de gobierno había estado disminuyendo en los años previos y su nivel era menor que el actual en relación al PIB. Durante los últimos seis años, a diferencia de lo ocurrido previo a las dos crisis anteriores, el presupuesto registra un déficit de manera sostenida (véase el cuadro 1). Las proyecciones son que este déficit se mantendrá en los próximos cinco años y que la deuda de gobierno seguirá aumentando, apartándonos del camino virtuoso recorrido por el país hasta el año 2012. El gráfico 3 muestra la evolución de la deuda neta de gobierno como porcentaje del PIB. El nivel actual significa un retroceso a los niveles que habíamos logrado en 1994 y se proyecta que sigamos aumentando la deuda neta.

**Cuadro 1:**  
BALANCE PRESUPUESTARIO 1990-2023 COMO % PIB

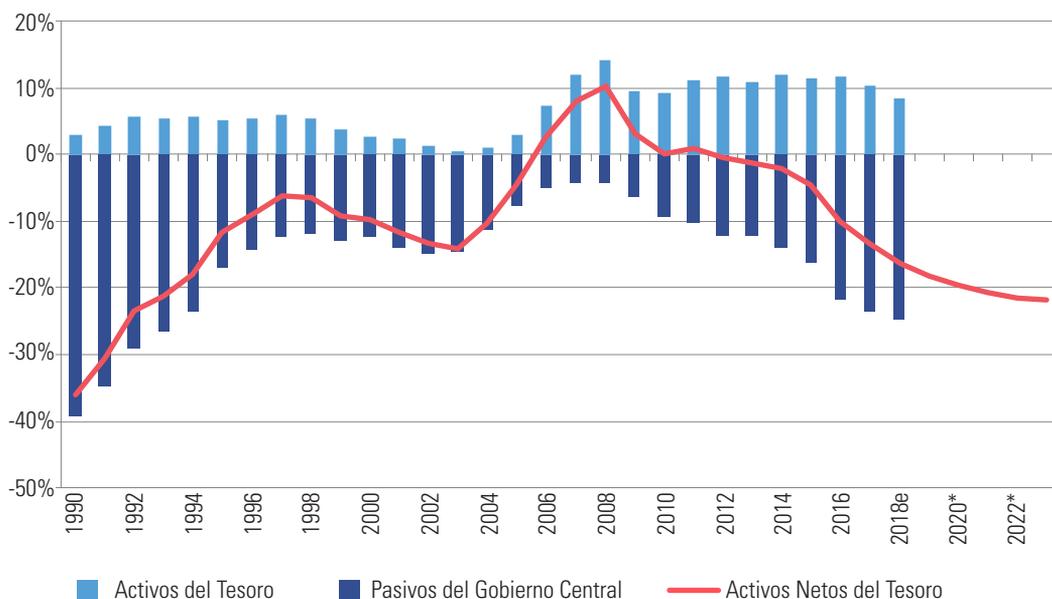
<b>Año</b>	<b>Balance Efectivo</b>	<b>Balance Cíclicamente Ajustado</b>	<b>Balance Efectivo sin Cobre</b>
<b>1990-98</b>	1.9%	-	0.2%
<b>1999-2001</b>	-1.1%	-	-1.9%
<b>2002-03</b>	-0.8%	0.8%	-1.5%
<b>2004</b>	2.0%	1.0%	-1.5%
<b>2005</b>	4.4%	1.1%	-0.4%
<b>2006</b>	7.3%	1.4%	-0.9%
<b>2007</b>	7.8%	1.1%	-0.2%
<b>2008</b>	3.9%	-1.0%	-1.9%
<b>2009</b>	-4.4%	-3.1%	-6.8%
<b>2010</b>	-0.5%	-2.1%	-4.8%
<b>2011</b>	1.3%	-1.0%	-2.8%
<b>2012</b>	0.6%	-0.4%	-2.4%
<b>2013</b>	-0.6%	-0.5%	-2.7%
<b>2014</b>	-1.6%	-0.6%	-3.5%
<b>2015</b>	-2.2%	-1.6%	-3.5%
<b>2016</b>	-2.7%	-1.9%	-3.1%
<b>2017</b>	-2.8%	-2.0%	-3.8%
<b>2018e</b>	-1.9%	-1.8%	-3.4%
<b>2019*</b>	-1.7%	-1.6%	-2.9%
<b>2020**</b>	-1.4%	-1.4%	-2.6%
<b>2021**</b>	-1.1%	-1.2%	-2.2%
<b>2022**</b>	-0.8%	-1.0%	-1.7%
<b>2023**</b>	-0.5%	-0.8%	-1.4%

Fuente: *Cálculos en base a Dipres, Estadísticas e Informe Finanzas Públicas 2018.*  
2018e: Estimación septiembre 2018.

(\*) Presupuesto 2019.

(\*\*) Proyecciones.

**Gráfico 3:**  
**POSICIÓN FINANCIERA NETA DEL GOBIERNO, ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS**  
**1990-2023 (% PIB)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres, Estadísticas. Informe de Finanzas Públicas 2018 y Cuadro 1.

2018e: estimación septiembre 2018.

(\*) Proyecciones.

Es cierto que el nivel de deuda del gobierno no es alto comparado internacionalmente y, por tanto, no es actualmente un problema, pero ya no será una fortaleza para enfrentar las crisis como lo fue en el pasado.

El espacio para hacer política fiscal contra cíclica es actualmente limitado, a diferencia de la gran capacidad contra cíclica que tuvimos en las dos crisis anteriores y que fue clave para amortiguar los efectos de la crisis externa sobre nuestra economía<sup>7</sup>.

A esto se suma que el dividendo fiscal que significó el ahorro de recursos en el pago de intereses, que se liberaban para hacer gastos sociales, gracias a la

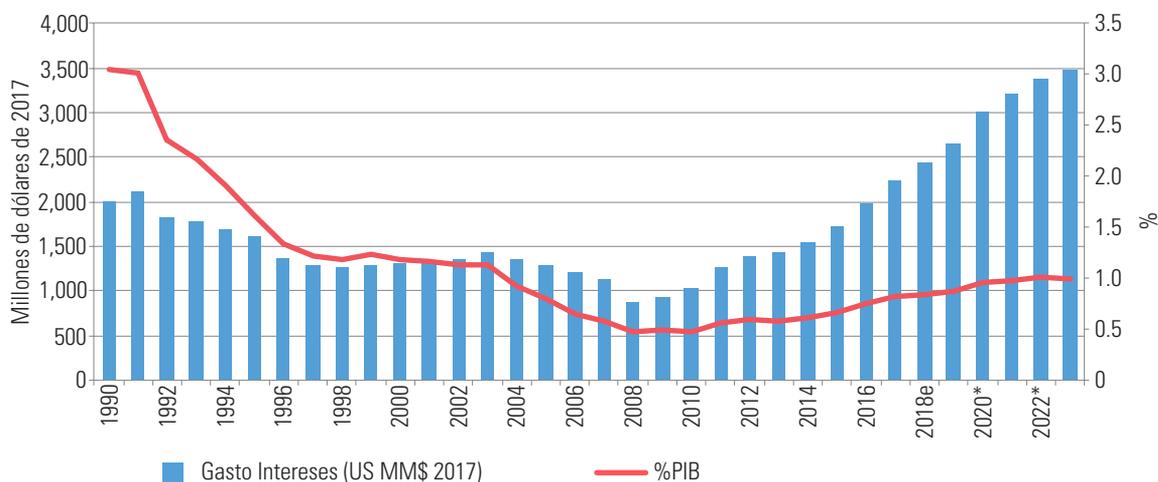
7 El análisis aquí está referido a la deuda neta, pero merece también un análisis la cantidad de activos financieros que vale la pena acumular para enfrentar una caída de precios del cobre. Véase la discusión a ese respecto en IMF noviembre 2018 a.

baja en la deuda de gobierno, terminó<sup>8</sup>. Por el contrario, en los últimos años el gasto de gobierno que más crece es precisamente el pago de intereses.

En moneda constante el gasto en intereses ha subido desde 900 millones de dólares en 2008 a 2.400 millones este año. Se proyecta que el pago de intereses aumentará hasta 3.500 millones de dólares en el 2023, lo que representa algo equivalente el costo de todos los mejoramientos en pensiones que se acaban de proponer (véase el gráfico 4).

A este aumento en el pago de intereses cabría agregarle el probable aumento en el costo del crédito, no sólo por el aumento de las tasas de interés que muy probablemente seguirá produciéndose en los próximos trimestres, sino también por el aumento de spread que resultará de la mayor deuda neta del gobierno.

Gráfico 4:  
GASTO EN INTERESES GOBIERNO CENTRAL  
1990-2023 (MM US\$ 2017, %)



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres, Estadísticas e Informe de Finanzas Públicas 2018.  
2018e: estimación septiembre 2018.  
(\*) Proyecciones.

8 Un análisis de como la política fiscal consiguió favorecer la política social puede verse en Arellano (2012)

Según una reciente estimación del IMF el aumento de deuda neta de 5,5% del PIB proyectada para los próximos 5 años podría redundar en alrededor de 0,45% de mayor spread<sup>9</sup>. Esto no sólo encarece la deuda pública sino también la deuda privada.

Tampoco es posible responsabilizar por la situación fiscal deficitaria al precio del cobre y los menores ingresos por ese concepto.

El precio del mineral de largo plazo usado para estimar los ingresos estructurales y así definir el gasto de gobierno es actualmente mayor que el usado en los años previos a las crisis que aquí se analizan.

Para el presupuesto de 2019 se usa un precio de referencia o de largo plazo de 2,98 dólares. Entre 1995 y 2008 se usaban precios menores 1,5 dólares, en moneda actual, para hacer las estimaciones de ingresos en el presupuesto y para proyectar el gasto sostenible. Sin duda esas eran estimaciones mucho más prudentes y sostenibles.

El precio de referencia de 2,98 dólares también supera largamente los 2,12 dólares que, medido en moneda actual, registró en promedio el cobre en los últimos 37 años<sup>10</sup>.

Lo mismo se aprecia comparando el precio del cobre usado para estimar los ingresos en el presupuesto del año con el que finalmente se registró. Entre 1990 y 1997 el precio del cobre efectivo fue superior al del presupuesto del año en todos los años con una sola excepción. Lo mismo ocurrió entre 2003 y 2008. Esa situación ya no se manifiesta actualmente, especialmente al comparar con el precio de referencia de largo plazo.

A lo anterior cabe agregar que las proyecciones de producción y por tanto de excedentes de Codelco para los próximos cinco años decrecen y que ocurre lo mismo aunque en menor medida para la minería privada. A raíz de esto los ingresos fiscales por impuestos a la minería privada y por excedentes de Codelco se estima que serán un 28% menor en 2023 que en 2018<sup>11</sup>.

---

9 IMF ( noviembre 2018 a).

10 Entre 2012 y 2015 se usaron precios del cobre de referencia de largo plazo superiores a los 3 dólares.

11 Informe Finanzas Públicas 2018 pag 63.

Esto es muy distinto a lo que ocurrió en las dos crisis con las que nos estamos comparando. El año 2000 la producción de cobre fue un 36% mayor que en 1997, cuando se inicia la crisis asiática. En los años siguientes a la gran crisis de 2008 los aumentos fueron más modestos hasta que en 2013 se registra un aumento de la producción de 8% comparado al 2008<sup>12</sup>.

A pesar que vamos a completar seis años con déficit fiscal y por tanto de aumento de la deuda pública, los objetivos que se han propuesto los gobiernos para reducir este déficit y recuperar la solidez fiscal que prevaleció hasta 2012 se postergan una y otra vez.

En el anexo se muestran las sucesivas postergaciones de la meta en pro de lograr el equilibrio en el balance cíclicamente ajustado.

El presupuesto para 2019 en discusión en el Congreso avanza, aunque lentamente, en corregir esta situación.

Pareciera que el súper ciclo de precios y la permanente presión y demandas de gasto, sumadas a la lejanía de las experiencias de crisis, han creado un exceso de confianza en las proyecciones de ingreso y así en la facilidad para comprometer gastos<sup>13</sup>.

A ratos parece que no hay suficiente conocimiento de la importancia de recuperar la gran solidez fiscal que el país tuvo y la enorme importancia que ello reviste. La facilidad para comprometer gastos a futuro y la facilidad para plantear y estimular demandas de gasto son una indicación de la insuficiente conciencia de esta situación.

Contribuye al debilitamiento de la situación fiscal la erosión de los límites de gasto y la consiguiente dificultad para lograr un resultado final del presupuesto acorde a una meta. La forma en que se está administrando la regla fiscal ha llevado a que permanentemente se

---

12 La producción de Codelco fue 22% superior en 2000 comparado a 1997 y 15% mayor en 2013 que en 2008, 7% si se compara con 2007 ya que el 2008 fue excepcionalmente baja.

13 Sobre el super ciclo de precios del cobre y sus efectos en la política fiscal se pueden ver más detalles en Arellano (2015).

“sobre ejecute” el gasto aprobado en la ley de presupuestos<sup>14</sup>. Confirma lo anterior que en el Informe de Finanzas Públicas que acompaña el proyecto de presupuesto para 2019 se contemplan dos referencias al gasto proyectado para 2018.

Una corresponde al “gasto aprobado en la ley, más el reajuste de remuneraciones del sector público y la implementación de leyes especiales” y otra que agrega al monto anterior “presiones de gasto” por más de 1200 millones de dólares<sup>15</sup>.

A lo anterior se suman algunas señales de desconocimiento de la importancia de las normas constitucionales que concentran todas las atribuciones de gasto en el Poder Ejecutivo.

Esas normas constitucionales aprobadas en diciembre de 1969 estuvieron destinadas a corregir una de las causas de los permanentes déficit presupuestarios.

En efecto, parte importante de los logros en materia fiscal son resultado de las reformas constitucionales que con gran dificultad aprobó el Congreso en esa fecha para que rigieran a partir de 1970, a fines del gobierno del Presidente Frei Montalva, después de infructuosos intentos de los Presidentes anteriores para terminar con la iniciativa de gasto de los parlamentarios, que constituía la causa principal de los permanentes déficit fiscales.

Estamos lejos de volver a esa situación, pero cuando se presentan mociones o indicaciones que van contra esa norma, se está desconociendo su importancia para asegurar una buena situación fiscal y macroeconómica.

Otro ámbito de posibles modificaciones fiscales que no pondera suficientemente el riesgo de debilitar el control del resultado presupuestario son los asociados a introducir la descentralización en materia tributaria y/o una política de regionalización presupuestaria que no garantice un control del nivel de gasto global.

Esto podría ocurrir por la entrega de atribuciones relativas al nivel de gasto o porque en los hechos se haga muy difícil controlar los compromisos de gasto

---

14 Véase detalles de esta sobre ejecución en el Anexo 1 de Arellano (2017).

15 Pueden verse más detalles en el Informe de Finanzas públicas pág. 18 y siguientes.

(como sucede actualmente en el área de los servicios de salud) y/o porque se genere una competencia política que en los hechos haga imposible el control global de los gastos.

La fragmentación de la recaudación tributaria y del control del gasto fiscal junto a las iniciativas parlamentarias de gasto hicieron imposible en décadas pasadas el control del déficit del presupuesto, terminando con los déficits que se traducían en frecuentes crisis internas y en la incapacidad de contrarrestar las crisis externas<sup>16</sup>.

Sin duda en materia fiscal estamos en una situación mucho más frágil que limita la capacidad de respuesta frente a una nueva crisis. Estamos a tiempo de recuperar la solidez fiscal que nos permitiría hacer políticas contra cíclicas y así capear mejor una crisis externa.

## **7. Perspectivas de crecimiento**

Otro aspecto en el que estamos más débiles que en las crisis anteriores es en las perspectivas de crecimiento económico.

Tanto en 1997 como en 2008 se anticipaba una capacidad de crecimiento bastante superior a la actual. El crecimiento del PIB tendencial se estimaba en más de 6% en 1997 y en 5% en 2008, muy superiores al 2,7 a 3% actual.

El Banco Central estima el crecimiento del PIB tendencial en 3 a 3,5%, mientras a principios del 2008 lo estimaba en 5%<sup>17</sup>.

Las proyecciones del último informe del FMI sobre Chile<sup>18</sup> proyectan tasas de crecimiento del 3,2% mientras en 2008 proyectaba más de 4,5%.

Asociado a esta menor percepción del potencial de crecimiento está el comportamiento de la productividad, que crecía a tasas muy importantes especialmente en los años 90.

---

16 Sobre estos temas se puede ver más detalles en un trabajo anterior: Del déficit al superávit estructural: Razones para una transformación estructural en Chile.

17 IPOM septiembre 2018 y enero 2008.

18 IMF noviembre 2018 b.

También lo está la mayor tasa de inversión de esos años comparada con la actual y sus proyecciones para los próximos años. La formación bruta de capital de este año se estima en 21,7% del PIB, llegando al 22% en 2020<sup>19</sup>. En 1997 y en los dos años previos fue de casi 27% y en el trienio que concluyó el 2008 de 22%.

Mientras no se registre un aumento importante en la inversión y un aumento de productividad, las perspectivas de crecimiento se mantendrán deprimidas.

---

19 Estimación del IPOM septiembre 2018 página 8.

## Conclusión

La revisión anterior muestra que nuestra condición para enfrentar una crisis internacional es más sólida en algunos aspectos y en otros es similar o claramente peor que en las dos últimas crisis.

Cuando va pasando a retiro la generación que estuvo a cargo del manejo económico o a la cabeza de las empresas durante la última gran crisis en nuestro país en 1982, es importante que quienes están a cargo ahora tomen consciencia de la enorme importancia de evitar esas situaciones.

Es necesario que reconozcan que la ausencia de crisis de los últimos 35 años está lejos de ser una casualidad, sino que por el contrario, es el resultado de un conjunto de políticas y de un decidido compromiso con la estabilidad macroeconómica.

Lo que sucede en la crisis es el resultado de lo que se hace antes de que ella ocurra.

Si queremos que el país tenga un crecimiento sostenido en las próximas décadas, es indispensable estar bien preparados para enfrentar las crisis.

Se trata de evitar el desempleo, la pérdida de ingresos y caída de salarios; la falta de financiamiento para la política social y de poder mirar a los desafíos de largo plazo en vez de estar absortos por el manejo de la coyuntura.

Evitar las crisis económicas es también cuidar la democracia frente a los asaltos de populismo que vemos en otros países como consecuencia de esta situación.

Lo que hagamos ahora para evitar los desequilibrios macro, fortalecer la política fiscal<sup>20</sup> y favorecer el aumento de la productividad e inversión, determinará nuestra capacidad para capear la próxima crisis.

---

20 En un documento previo, Arellano (2017), planteamos algunas recomendaciones que pueden contribuir a mejorar la situación fiscal.

## Anexo: Cambios en las metas de Balance Fiscal 2001-2018

Desde que se empezaron a fijar metas para el balance estructural en 2001, éstas han pasado desde proponerse un superávit del 1% del PIB, tal como se estableció originalmente, y se mantuvo por seis años, a la actual meta de un déficit del 0,8% del PIB que se alcanzaría en 2023.

En mayo de 2007<sup>i</sup> se redujo la meta a un superávit de 0,5% del PIB, considerando que los activos financieros del gobierno superaban sus pasivos y que “los motivos que dieron lugar a la meta del 1%, la situación patrimonial del Banco Central y los riesgos de vulnerabilidad externa, se estimaba que se habían reducido y que resultaban menos relevantes”.

En enero de 2009<sup>ii</sup>, en el contexto de la gran crisis financiera internacional, se realizó un plan de fuerte estímulo fiscal de alrededor de 9 billones de dólares y se redujo “transitoriamente” la meta al 0%, la que se mantuvo nuevamente como meta para el presupuesto del 2010.

En 2011<sup>iii</sup> la meta que se fijó era lograr un déficit decreciente hasta llegar a un déficit de -1% del PIB en 2014.

El segundo gobierno de Bachelet en junio de 2014<sup>iv</sup> se propuso, “considerando la situación de déficit estructural con la que terminó el gobierno anterior”,

---

i Dirección de Presupuestos. (Mayo, 2007). “Compromisos Fiscales y la Meta de Superávit Estructural” [http://www.dipres.gob.cl/598/articles-21645\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.gob.cl/598/articles-21645_doc_pdf.pdf)

ii Dirección de Presupuestos. (Feb, 2010). “El enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009” [http://www.dipres.gob.cl/598/articles-60584\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.gob.cl/598/articles-60584_doc_pdf.pdf)

iii Dirección de Presupuestos. (Oct, 2011). “Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile” [http://www.dipres.gob.cl/598/articles-81713\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.gob.cl/598/articles-81713_doc_pdf.pdf)

iv Estado de la Hacienda Pública (2015). <http://bibliotecadigital.dipres.gob.cl/bitstream/handle/11626/12754/EstadoHaciendaPublica2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

converger gradualmente a una situación de Balance Estructural de 0% del PIB en 2018. Ese objetivo fue revisado en 2015, junto con la revisión a la baja del precio del cobre de referencia y del PIB tendencial.

Ahí se estableció que considerando “el ciclo de desaceleración por el que atraviesa la economía, la consolidación debe ser gradual para evitar un freno abrupto a la demanda interna”, y partiendo del déficit estructural para 2015, que con los nuevos parámetros estructurales se estima en 1,6% del PIB, se revisó la meta proponiéndose una reducción de aproximadamente un cuarto de punto de PIB anual en los próximos tres años. Esto permitiría terminar en 2018 con un déficit estructural de 0,8% del PIB.

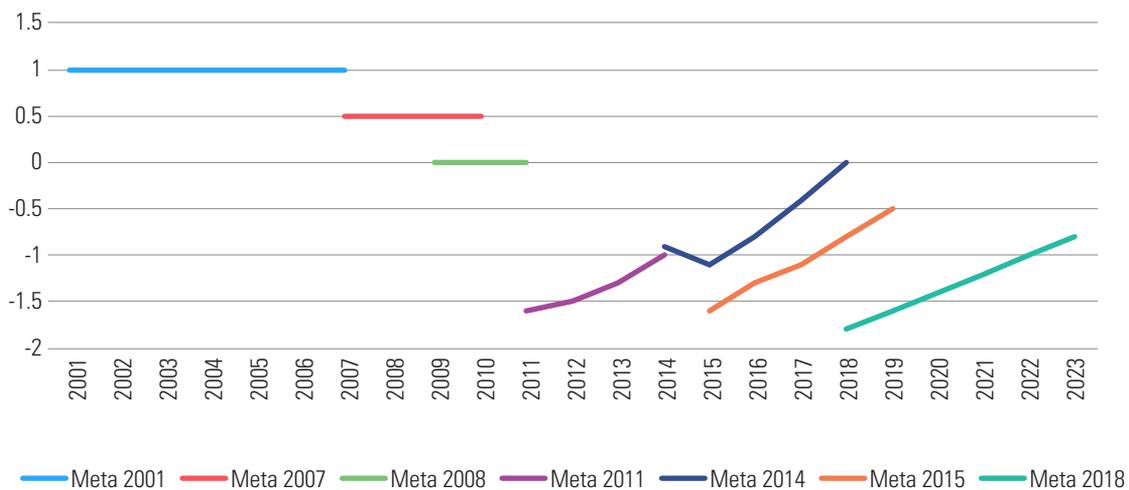
En 2018<sup>v</sup> el nuevo gobierno a partir del déficit del BCA de -2% registrado en 2017 y de las proyecciones de -1,8% para 2018 fijó como meta reducir el déficit estructural en 0,2 puntos del PIB cada año hasta converger al año 2023 a un déficit de 0,8 del PIB.

En los hechos, desde 2008 en adelante, en todos los años se ha registrado un déficit en el saldo del presupuesto cíclicamente ajustado. Por distintas razones, desde esa fecha en adelante las metas planteadas no se han cumplido y se han reformulado en términos menos ambiciosos en cuanto a la reducción de los déficits tal como se ilustra en el gráfico siguiente.

---

v Estado de la Hacienda Pública (2018). <http://bibliotecadigital.dipres.gob.cl/bitstream/handle/11626/16532/EHP-2018-version-WEB.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

### METAS DE BALANCE CÍCLICAMENTE AJUSTADO 2001-2018 (% PIB)



Fuente: Dipres y Ministerio de Hacienda.

## REFERENCIAS:

Aparici Gabriel Álvaro Yáñez (2004). *Financiamiento de los Hogares en Chile*. Serie Técnica de Estudios SBIF

Arellano José Pablo (2006). *Del déficit al superávit estructural: Razones para una transformación estructural en Chile*, *Estudios Públicos*, 101 (2006)  
[http://www.cepchile.cl/1\\_3741/doc/del\\_deficit\\_al\\_superavit\\_fiscal\\_razones\\_para\\_una\\_transformacion\\_estructural\\_en.html#.UaawS9LV6zk](http://www.cepchile.cl/1_3741/doc/del_deficit_al_superavit_fiscal_razones_para_una_transformacion_estructural_en.html#.UaawS9LV6zk)

Arellano José Pablo (2012). *Veinte Años de Políticas Sociales. Chile 1990–2009. Equidad con Crecimiento Sostenible*. CIEPLAN  
[http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/304/Libro\\_Digital\\_Completo.pdf](http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/304/Libro_Digital_Completo.pdf)

Arellano José Pablo (2015). *¿Qué hacemos ahora que terminó el superciclo del cobre?*  
[http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/377/Que\\_hacemos\\_ahora\\_que\\_termino\\_el\\_superciclo\\_del\\_cobre.pdf](http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/377/Que_hacemos_ahora_que_termino_el_superciclo_del_cobre.pdf)

Arellano José Pablo (2017). *Panorama fiscal: Propuestas frente a una situación amenazante*. Segunda edición revisada  
[http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/416/Panorama\\_fiscal\\_Propuestas\\_frente\\_a\\_una\\_situacion\\_amenazante\\_Segunda\\_Edicion.pdf](http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/416/Panorama_fiscal_Propuestas_frente_a_una_situacion_amenazante_Segunda_Edicion.pdf)

Banco Central de Chile, varios años. *Informe de Estabilidad Financiera*

Banco Central de Chile (octubre 2018) *Encuesta Financiera de Hogares 2017*  
<https://www.ehfweb.cl/>

Cifuentes Rodrigo y Cox Paulo (2005). *Indicadores de deuda y carga financiera de los hogares en Chile: Metodología y comparación internacional*. Informe de Estabilidad Financiera Primer semestre 2005, Banco Central de Chile

- De Gregorio R José (2001). *La Política Cambiaria*, Banco Central  
[file:///C:/Users/Jos%C3%A9%20Pablo/Downloads/bcch\\_archivo\\_096530\\_es.pdf](file:///C:/Users/Jos%C3%A9%20Pablo/Downloads/bcch_archivo_096530_es.pdf)
- Díaz, J.; Luders, R.; Wagner, G. (2007). “*Economía Chilena 1810–2000. Producto Total y Sectorial, Una Nueva Mirada*”. Documento de Trabajo 315. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Dipres, varios años. *Informe de Finanzas Públicas*
- IMF ( Noviembre 2018 a ) *Chile Selected Issues Paper Country Report No. 18/312*  
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/09/Chile-Selected-Issues-Paper-46348?cid=em-COM-123-37944>
- IMF (noviembre 2018 b). *Chile Article IV Consultation Country Report No. 18/311*  
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/09/Chile-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-46347?cid=em-COM-123-37944>
- IMF (octubre 2018), World Economic Outlook
- IMF (septiembre 2018). *Chile Article IV Consultation*
- IMF (julio 2008). *Chile Article IV Consultation*
- Matus José Miguel, Silva Nancy, Marinovic Alejandra, Flores Karla (2010). *Una visión global de la deuda financiera de los hogares chilenos en la última década*. Estudios Económicos Estadísticos, Banco Central de Chile
- Morales R Liliana, Yáñez O. Álvaro (2006). *Créditos de Consumo Bancarios Evolución reciente: 1997 – 2005*. Serie Técnica de Estudios SBIF
- Ruiz-Tagle Jaime, García Leidy, Miranda Álvaro (2013). *Proceso de endeudamiento y sobre endeudamiento de los hogares en Chile*. Documento de Trabajo Banco Central de Chile
- SBIF (2017). *Informe de Endeudamiento*, Diciembre 2017
- The Economist (11 de octubre de 2018). *The next recession*



**JOSÉ PABLO ARELLANO MARÍN** es economista de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Master y Doctor en Economía de la Universidad de Harvard. Actualmente es economista senior de CIEPLAN, director de empresas e integra el directorio de varias fundaciones privadas de educación y acción social. Es profesor titular de la Universidad de Chile y enseña en la Universidad Católica.

Fue presidente ejecutivo de CODELCO (2006-2010), ministro de Educación de Chile (1996-2000) y director nacional de Presupuestos de Chile (1990-1996). Ha sido también presidente del Directorio de la Fundación Chile, miembro del Directorio de Televisión Nacional de Chile, de Banco Estado y de otras empresas privadas. También ha sido presidente del Consejo de Rectores de Universidades Chilenas, consultor de organismos internacionales como el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las Naciones Unidas (ONU).

Ha publicado numerosos artículos y entre sus libros destacan *“Veinte años de Políticas Sociales. Chile 1990-2009. Equidad con Crecimiento sostenible”*, *“Reforma educacional: prioridad que se consolida”*, *“Políticas Macroeconómicas”*, *“Políticas sociales y desarrollo”* y *“Las desigualdades económicas y la acción del Estado”*.

El “Programa de Investigación e Innovación Social CIEPLAN-UTALCA” es una alianza estratégica entre La Corporación de Estudios para Latinoamérica (CIEPLAN) y la Universidad de Talca, centrada en la investigación, análisis, debate y difusión de temas relevantes en Chile y Latinoamérica.

Algunas de las áreas temáticas incluyen el diseño y propuesta de políticas públicas en lo social, económico y la administración del Estado; la comprensión de los procesos de modernización y su relación con los contextos regionales y globales; y el análisis de los fenómenos asociados a la llamada “trampa de las economías de ingreso medio”, con el fin de generar condiciones que permitan dar el salto hacia un desarrollo económico y social.

CIEPLAN es una organización privada sin fines de lucro, que inició sus actividades en 1976, con el fin de aportar conocimientos a las políticas públicas en Chile y Latinoamérica. La Universidad de Talca, por su parte, es una corporación de derecho público que busca la excelencia en el cultivo de las ciencias, las artes, las letras y la innovación tecnológica y está comprometida con el progreso y bienestar regional y del país, en permanente diálogo e interacción con el entorno social, cultural y económico, tanto local como global.

Este documento es parte de una serie de trabajos publicados en el marco del PROGRAMA CIEPLAN-UTALCA.

Las ideas y planteamientos contenidos en esta publicación (y en todas las publicaciones del programa) son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de CIEPLAN ni de la Universidad de Talca.



